

**God forretningsskikk ved ytelse av
investeringstjenester overfor ikke-profesjonelle kunder.**



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 573
Leveringsfrist: 25. april 2012

Til sammen 17900 ord

25.04.2012

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>1</u>
1.1	Oppgavens tema og problemstilling	1
1.2	Avgrensninger	3
1.3	Hva er et strukturert spareprodukt?	4
<u>2</u>	<u>RETTSKILDER OG RETTSUTVIKLING</u>	<u>6</u>
2.1	Verdipapirhandelloven av 1985	6
2.2	Verdipapirhandelloven av 1997	7
2.3	Kort om innføringen av MiFID	8
2.3.1	Lamfalussy-prosessen	9
2.4	Den rettskildemessige betydningen av EU direktivene	10
2.5	Praksis fra Finansklagenemda og Finanstilsynet	11
<u>3</u>	<u>GOD FORRETNINGSSKIKK</u>	<u>12</u>
3.1	Kundens interesser skal ivaretas på beste måte	13
3.1.1	Verdipapirforetaket skal tilby det beste av sammenlignbare produkter	14
3.1.2	Kostnadsstrukturen kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig	15
3.1.3	Rimelig forhold mellom innbetalt beløp og den merverdi verdipapirforetaket tilfører	15
3.2	Markedets integritet skal ivaretas på beste måte	17
3.3	Opplysningsplikter	18
3.3.1	Verdipapirforetaket og de tjenester det yter	20
3.3.2	Finansielle instrumenter, foreslåtte investeringsstrategier og risiko	21
3.3.3	Handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter	26
3.3.4	Omkostninger og gebyrer	26

3.4	Informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende	30
3.4.1	All informasjon	30
3.4.2	Informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende	31
<u>4</u>	<u>EGNETHETSTEST</u>	<u>39</u>
4.1	I hvilke tilfeller skal det foretas en egnethetstest?	39
4.1.1	Investeringsrådgivning	39
4.1.2	Aktiv forvaltning	41
4.2	Gjennomføring av egnethetstesten	42
4.2.1	Innhenting av informasjon	42
4.2.2	Vurdering av egnethet opp mot kunden	45
<u>5</u>	<u>HENSIKTSMESSIGHETSTEST</u>	<u>55</u>
5.1	I hvilke tilfeller skal hensiktsmessighetstesten utføres?	55
5.2	Gjennomføring av hensiktsmessighetstesten	55
5.3	Unntak fra hensiktsmessighetstesten	57
<u>6</u>	<u>AVSLUTTENDE KOMMENTARER</u>	<u>60</u>
<u>7</u>	<u>KILDEHENVISNINGER</u>	<u>62</u>
7.1	Litteratur	62
7.2	Rundskriv, undersøkelser og forvaltningspraksis	63
7.3	Lover	65
7.4	Rettspraksis	65
7.5	Avgjørelser fra Bankklagenemda/Finansklagenemda	66
7.6	Forarbeider	66
7.7	Forskrifter	66

7.8	Direktiver	66
7.9	Nettdokumenter	67

1 Innledning

1.1 Oppgavens tema og problemstilling

Oppgavens tema er kravet til god forretningsskikk ved ytelse av investeringstjenester overfor ikke-profesjonelle kunder. Kravet god forretningsskikk er i dag gjennomført i verdipapirhandellogen¹ (heretter vphl.) § 10-11. Som det vil fremgå av oppgaven er det omfattende bestemmelse som er ytterligere presisert i verdipapirforskriften² (heretter vpf.) Oppgaven tar ikke sikte på å foreta en fullstendig gjennomgang av kravet til god forretningsskikk, men vil ha fokus på hvilke opplysninger foretaket plikter å gi kunden og på utførelsen av egnethets- og hensiktsmessighetstestene.

I den siste tiden har det vært rettet sterk kritikk mot salget av strukturerte/garanterte spareprodukter. Dette gjelder spesielt for de som er lånefinansierte. Kritikken er rettet mot både rådgivningen og de produktene som selges. Oppgavens fokus vil derfor i noen grad være rettet mot formidlingen av disse. Ved utgangen av juni 2006 var de samlede investeringene i strukturerte spareprodukter ca. 48 milliarder kr.³ I årene som fulgte sank tallene, og ved utgangen av mars 2009 var de nede i 23 milliarder.⁴ Som tallene over viser er det foretatt betydelige investeringer, og en undersøkelse utført for Dine penger viser at rundt 150 000 nordmenn har investert i produktene.⁵

Ved utgangen av 2010 hadde Bankklagenemda (nå Finansklagenemda) 1871 registrerte saker hvor klagen gjaldt strukturerte spareprodukter.⁶ Sakene er blitt satt på vent⁷ i

¹ Lov 29.06.2007 nr. 75.

² FOR-2007-06-29 nr. 876.

³ Statistisk sentralbyrå (2007).

⁴ Statistisk sentralbyrå (2009).

⁵ Bøe (2007) s. 7.

⁶ Finansklagenemda (2010) s. 5.

⁷ BKN-2009-56.

påvente av utfallet i Røeggen-saken.⁸ Denne ble i sin tur satt på vent i Høyesterett for å se an resultatet fra Lognvik-saken.⁹ Selv om Høyesterett har avsagt dom i Lognvik-saken er det i skrivende stund ikke avgjort om Røeggen blir sluppet inn.¹⁰ Selv om disse i stor grad er basert på avtalelovens¹¹ § 36 vil de allikevel være av interesse ettersom bestemmelsen viser til normen for god forretningsskikk. Som det fremgår av avgjørelsene er reguleringen av god forretningsskikk i verdipapirhandelloven svært sentrale i vurderingen av om avtalen skal settes til side etter § 36.

Tallene over viser har det vært en markant nedgang for salg av strukturerte spareprodukter. Dette har sammenheng med skjerpelser av regelverket og den kritikken produktene har fått. Et eksempel på dette er nedgang på hele 13 milliarder kroner 36¹² som skjedde i tiden etter endringene i FOR-2006-09-25 nr.1317¹³. Selv om det har vært en kraftig nedgang de siste årene viser en undersøkelse utført av Forbrukerrådet antydninger til at lånefinansierte spareprodukter kan være på vei tilbake.¹⁴ En undersøkelse Finanstilsynet har utført viser også at det fortsatt er mange finansinstitusjoner som selger warrants og andre sammensatte produkter.¹⁵ I pressemeldingen ble det uttrykt bekymring for:

«[...]at kombinasjonen av generelt synkende inntjening hos foretakene, lavt rentenivå og ønsket om alternativ og høyere avkastning hos investorene kan resultere i økt salg av produkter hvor kundene ikke kan forventes å forstå fullt ut hvilken risiko de tar».¹⁶

For å yte investeringstjenester¹⁷ på forretningsmessig basis kreves det at verdipapirforetaket¹⁸ har fått innvilget konsesjon til å yte tjenestene, jfr. vphl § 9-1 (1).

⁸ BKN-2009-1, TOSLO-2009-88470, LB-2010-176553.

⁹ TOSLO-2009-122766, LB-2010-47352, Rt-2012-355.

¹⁰ Rt-2012-355.

¹¹ Lov 31.05.1918 nr. 4.

¹² Statistisk sentralbyrå (2009).

¹³ Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter, endringene trådte i kraft 1. mars 2008.

¹⁴ Forbrukerrådet (2012).

¹⁵ Finanstilsynet (2011)c.

¹⁶ *ibid.*

Finanstilsynet (før Kredittilsynet) skal etter vphl. § 15-1 (2) føre tilsyn med at verdipapirforetakene følger lovens bestemmelser, herunder § 10-11. Ved alvorlige eller systematiske overtredelser av lovens bestemmelser kan Finanstilsynet tilbakekalle konsesjonen, jfr. vphl. § 9-4 (1). Som det vil fremgå av oppgaven har det i de siste årene vært flere tilbakekall av konsesjoner for brudd på god forretningsskikk. Senest 12. april 2012 vedtok Finanstilsynet å tilbakekalle konsesjonene til henholdsvis Terra Markets AS og Acta Asset Management AS.¹⁹ Dette viser at kravet til god forretningsskikk i høyeste grad er aktuelt.

1.2 Avgrensninger

Oppgavens omfang medfører at det må foretas en del avgrensninger. En av avgrensningene er mot virkningen av brudd på god forretningsskikk. At temaet er avgrenset til ikke-profesjonelle kunder betyr at de profesjonelle kundene²⁰ og kvalifiserte motparter²¹ bare unntaksvis vil bli berørt for oversikten skyld. Flere av sakene om strukturerte spareprodukter er basert på avtalelovens § 36 og 33. Også kjøpslovens²² §§ 18 og 19 er i noen tilfeller anført som grunnlag for å heve avtalen. Disse bestemmelsene vil ikke bli behandlet. For de lånefinansierte produktene har det vært anført brudd på frarådningsplikten i finansavtalelovens²³ § 47 som heller ikke vil bli berørt. Oppgaven er videre avgrenset mot hvordan foretaket skal føre kontroll med etterlevelsen av reglene og for hvordan de skal organiseres. I tillegg er det også avgrenset mot beste resultat ved utførelse av ordre i vphl. § 10-12.

¹⁷ Vphl. § 2-1 (1).

¹⁸ Vphl. § 2-3 (1).

¹⁹ Finanstilsynet (2012)a og b.

²⁰ Vpf. § 10-2.

²¹ Vphl. § 10-14 (2).

²² Lov 13.05.1988 nr. 27.

²³ Lov 25.06.1999 nr. 46.

1.3 Hva er et strukturert spareprodukt?

Strukturerte produkter vokste frem i USA på 1980-tallet. De spredte seg så videre til Europa på 1990-tallet i en periode med lave renter.²⁴ Strukturerte produkter, satt sammen på samme måte som de er i dag, ble ikke tilbudt på det norske markedet før i 1997, og de fleste av bankene introduserte disse produktene for sine kunder mellom 1998 og 2000.²⁵

Strukturerte spareprodukter blir også kalt garanterte spareprodukter, garantert aksjesparing ol. Disse omfatter bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA), innskudd med børsavkastning (IMB) og Aksjeindeksobligasjoner (AIO). Strukturerte spareprodukter er en betegnelse på to eller flere finansielle instrumenter satt sammen til et produkt som tilbys av banker og andre finansinstitusjoner. I FOR-2006-09-25 nr.1317 er de i § 2 a definert på denne måten:

«Sammensatte produkter: spareprodukter som er satt sammen av en innskudds- eller obligasjonsdel og en derivatdel der kundens avkastning er knyttet til indekser eller andre nærmere definerte markedsvariabler, som aksjer, renter, råvarer, valuta eller porteføljer av enkeltaksjer, herunder aksjeindekserte obligasjoner og bankinnskudd med aksjeavkastning».

I grove trekk består de fleste strukturerte spareprodukter av et innskudds-/obligasjonselement, samt et derivatelement. Innskudds-/obligasjonselementet danner grunnlaget for en garantert avkastning, og derivatdelen skal skape avkastning utover det garanterte beløpet. Ved produktets forfall vil investor få tilbake det garanterte beløpet.²⁶ I tillegg opererer verdipapirforetakene med ulike gebyrer. Produktene tilbys både med og uten lånefinansiering.

Poenget med innskudds-/obligasjonsdelen er at den skal skape en sikkerhet for det garanterte beløpet. Dette beløpet kan variere fra en avtalt prosent, til hele det investerte

²⁴ Stoimenov P. og Wilkens S. (2005).

²⁵ Kredittilsynet (2008)a s. 4-5.

²⁶ Kredittilsynet (2008)a.

beløp. Finansieres investeringen i produktet med 1 000 000 kr blir eksempelvis 800 000-900 000 satt inn i innskudds-/ obligasjonsdelen. I løpet av bindingstiden skal dette beløpet vokse seg opp igjen til 1 000 000 (eller en avtalt andel av beløpet), og på den måten skape sikkerhet for det garanterte beløpet. De resterende 100 000-200 000 blir satt inn i derivatdelen som skal skape avkastning i løpet av bindingstiden. Deler av dette beløpet går også med til å dekke ulike gebyrer og provisjoner.

Selv om innskudds-/obligasjonsdelen skal skape sikkerhet for hele eller deler av det investerte beløp vil det allikevel være risiko for tap. Ved egenkapitalfinansiering vil risikoen for tap være forbundet med differansen mellom det investert og garanterte beløp (hvis det er noen) og eventuelle gebyrer som er betalt på toppen. Hvis produktet lånefinansieres vil det være større risiko for tap. Grunnen til dette er at rentene som betales på lånet vil gå tapt om ikke derivatdelen skaper høy nok avkastning til å dekke dem. Skal investor sitte igjen med fortjeneste ved slutten av produktets løpetid må derivatdelen derfor skape høyere avkastning ved lånefinansiering enn ved egenkapitalfinansiering.

2 Rettskilder og rettsutvikling

Her skal det foretas en kort gjennomgang av standarden for god forretningsskikk frem til dagens verdipapirhandellov. Som det vil fremgå av oppgaven er dagens § 10-11 dels en videreføring av den eldre lovgivningen samtidig som det er tilført nye elementer. Tanken bak denne gjennomgangen er at den kan bidra til å forstå dagens lovgivning på en bedre måte. Det vil også være nyttig ved gjennomgang av retts- og nemds praksis som er avgjort på grunnlag av den tidligere lovgivningen.

2.1 Verdipapirhandelloven av 1985

Verdipapirhandelloven fra 1985 inneholdt bestemmelser om god forretningsskikk²⁷. Dette var skjønnsmessig utformede bestemmelser som viste til «god forretningsskikk»²⁸, «ingen må benytte urimelige forretningsmetoder i verdipapirhandelen»²⁹ og «god meglerskikk».³⁰

Ved gjennomføringen av Investment Services Directive³¹ (heretter ISD) i norsk rett ble verdipapirhandelloven revidert i 1996. ISD skulle skape et konkurransedyktig integrert finansmarked i Europa samtidig som det var et viktig formål å øke investorbeskyttelsen.³² ISD art. 11 gav blant annet påbud om å lage regler som skulle forsikre at investeringsfirmaer:

«acts honestly and fairly in conducting its business activities in the best interests of its clients and the integrity of the market».

²⁷ Lov 14.06.1985 nr. 61 §§ 5 og 18 mfl.

²⁸ Lov 14.06.1985 nr. 61 § 5 (1).

²⁹ *ibid.* § 5 (2).

³⁰ *ibid.* § 18.

³¹ Direktiv 93/22/EF om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer.

³² ISDs fortale.

Bestemmelsene ble videreført i den reviderte utgaven av 1985 loven med noen endringer, herunder § 18 som ble videreført til § 5-2. Den skjønnsmessige standarden ble beholdt ved revisjonen, men den ble mer detaljert utformet ved at det ble tatt inn retningslinjer for hva som skulle vektlegges ved vurderingen av god forretningsskikk. I tillegg til å innføre ISD skulle endringen også øke forutberegneligheten for markedsaktørene ved å presisere hva som særskilt ville bli vektlagt.³³

2.2 Verdipapirhandelloven av 1997

I 1997 kom det en ny verdipapirhandellov.³⁴ Bakgrunnen for loven var en samordning og modernisering av det eksisterende lovverket sett opp mot internasjonaliseringen som var skjedd på området.³⁵ Bestemmelsene om god forretningsskikk ble i stor grad videreført med noen endringer. Paragraf 5-2 ble videreført i § 9-2 med mindre endringer. En av endringene var en presisering av kravet til god forretningsskikk i relasjon til interessekonflikter.³⁶ Selv om § 18 i 1985 loven ble presisert i § 5-2 ved revisjonen og videre i § 9-2, kan det være verdt å merke seg uttalelsene i Rt-2003-400:

«Det heter i § 9-2 at verdipapirforetak skal utøve virksomheten i samsvar med "god forretningsskikk", og at foretaket blant annet skal "sørge for å få nødvendige opplysninger om kundenes identitet, økonomiske stilling og investeringserfaring" [...] Jeg legger til grunn at disse presiseringene i den nye loven ikke kan anses som noe brudd med det som også tidligere måtte anses som en riktig norm.»

Ettersom dagens § 10-11 i stor grad er en videreføring av § 9-2³⁷ viser det at praksis som er knyttet til de eldre bestemmelsene også vil være relevante i dag.³⁸ Dette har også støtte i forarbeidene:

³³ NOU 1995:1 punkt 5.4.2.

³⁴ Lov 19.06.1997 nr. 79.

³⁵ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 13.

³⁶ Vphl. § 9-2 (1) nr. 6.

³⁷ Lov 19.06.1997 nr. 79.

³⁸ Myklebust (2011) s. 237.

«Utvalget antar at dagens praktisering av bestemmelsen kan videreføres så langt dette ikke er i strid med EØS-forpliktelsene og de utfyllende bestemmelser som fastsettes på bakgrunn av disse»³⁹

Selv om praksisen fortsatt vil være av interesse er det viktig å merke seg at sakene i dag kunne fått et annet utfall på bakgrunn av det styrkede investorvernet kom ved innføringen av MiFID.⁴⁰

2.3 Kort om innføringen av MiFID

I 1998 ble Europakommisjonen av Europarådet bedt om å:

«table a framework [...] to improve the single market in financial services, in particular examining the effectiveness of implementation of current legislation and identifying weaknesses which may require amending legislation».⁴¹

Dette var en del av EUs Financial Services Action Plan som siktet mot å fremskynde integreringen av de finansielle markedene og dermed medvirke til å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet.⁴² Arbeidet resulterte blant annet i Markets in Financial instruments directive (heretter MiFID).⁴³ MiFID var dels en revisjon og dels en videreføring av ISD. Formålet med MiFID var å bidra til å utvikle og sikre de europeiske verdipapirmarkedenes effektivitet, integritet, oversiktliggheit og å fremme investorenes tillit til markedet.⁴⁴ Stadig flere investorer ble aktive på finansmarkedet, samtidig som de tilbudte tjenestene og produktene var mer komplekse.⁴⁵ Ved utarbeidelsen av MiFID skulle investorvernet styrkes ytterligere.⁴⁶ Å

³⁹ NOU 2006:3 s. 81.

⁴⁰ Se Punkt 2.3.

⁴¹ SN 150/1/98 REV 1, Cardiff European Council 15 and 16 June 1998 Presidency Conclusions s. 9.

⁴² NOU 2006:3 s. 13.

⁴³ Direktiv 2004/39/EF Markets in Financial instruments directive.

⁴⁴ NOU 2006:3 s. 13.

⁴⁵ MiFIDs fortale punkt 2.

skaffe investorene et tilstrekkelig vern var også et viktig redskap for å fremme investorenes tillit til markedet. Bestemmelser om god forretningsskikk finnes spredt i MiFID, men hovedbestemmelsen er MiFID art. 19. Kommisjonen har fastsatt utfyllende rettsakter til artikkel 19 i gjennomføringsdirektivet art. 26 til 45.⁴⁷ MiFID art. 19 er i norsk rett gjennomført i vphl. § 10-11. Videre er det gitt utfyllende bestemmelser i verdipapirforskriften⁴⁸ som tilsvarer reglene i gjennomføringsdirektivet.

2.3.1 Lamfalussy-prosessen

MiFID er vedtatt etter den såkalte Lamfalussy-prosessen som innebærer en vesentlig forenkling av hvordan EU vedtar nye rettsakter innenfor finansmarkedsområdet.⁴⁹ Prosessen består av fire ulike nivåer hvor nivå 1 består av et rammedirektiv vedtatt av Rådet og Europaparlamentet på vanlig måte. På nivå 2 er EU-kommisjonen og den europeiske verdipapirkomité gitt myndighet til å fastsette utfyllende regler til rammedirektivet. Tanken bak dette var at tekniske og detaljerte regler mer hensiktsmessig kunne fastsettes på et lavere nivå og disse kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett.⁵⁰ På nivå 3 er det etablert et omfattende samarbeid mellom europeiske tilsynsmyndigheter som skal legge til retten for en koordinert tolkning og håndheving av regelverket. På nivå 4 fokuseres det på EU-kommisjonens håndhevelse av at regelverket blir gjennomført i medlemslandene.⁵¹

Regelverkskompetansen som er gitt til EU-kommisjonen og verdipapirkomiteen i MiFID er benyttet til å fastsette to rettsakter på nivå 2. Dette er kommisjonsdirektiv 2006/73/EF (heretter gjennomføringsdirektivet) og gjennomføringsforordningen (kommisjonsforordning 1287/2006).⁵² Gjennomføringsdirektivet angir nærmere regler

⁴⁶ MiFIDs forale punkt 2, Bergo (2008) s. 157.

⁴⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 104.

⁴⁸ FOR-2007-06-29 nr. 876.

⁴⁹ Tyrhaug (2008) s. 155.

⁵⁰ l.c.

⁵¹ Tyrhaug (2008) s. 156.

⁵² l.c.

om MiFIDs virkeområde og for verdipapirforetakenes virksomhet og organisering. Gjennomføringsdirektivet er som nevnt gjennomført i verdipapirforskriften.

2.4 Den rettskildemessige betydningen av EU direktivene

Et spørsmål som oppstår ved innføring av EU direktiver i norsk rett er hvilken rettskildemessig betydning ordlyden i direktivene har ved tolkningen av bestemmelsene som gjennomfører direktivet. Et sentralt poeng i denne sammenhengen er at bestemmelsene om god forretningsskikk i MiFID krever fullharmonisering.⁵³ I utgangspunktet kreves det da at de nasjonale gjennomføringsreglene gjennomfører direktivets bestemmelser fullt ut. Nasjonale myndigheter kan i disse tilfellene ikke legge til eller trekke fra krav o.l. i forhold til direktivets krav.⁵⁴ Dette er i motsetning til minimumsdirektiver som ikke er til hinder for at medlemsstatene har nasjonal lovgivning som går lenger enn direktivet. Vil statene ha bestemmelser som er strengere enn de kravene som følger av direktivet må de følge prosedyren og vilkårene som er fastlagt i gjennomføringsdirektivets art. 4.

Ved gjennomføringen av MiFID i norsk rett ble ordlyden i de norske bestemmelsene lagt nært opp til lovteksten i direktivet. For det første ble dette gjort for å avskjære tvil om Norge hadde gjennomført sine EØS-forpliktelser. For det andre skulle det også bidra til bedre samsvar mellom gjennomføring av EØS-reglene, som svarer til MiFID, og reglene i gjennomføringsdirektivet.⁵⁵ Ettersom lovgiver her har lagt ordlyden nær opp til lovteksten i direktivene for å forsikre seg om at Norge gjennomfører sine EØS-forpliktelser tilsier det at ordlyden i direktivene tillegges stor vekt ved tolkningen av bestemmelsene. Det samme gjør presumsjonsprinsippet som i grove trekk går ut på at norsk rett presumeres å være i samsvar med våre folkerettslige forpliktelser med mindre lovgiver uttrykkelig har gitt signaler om noe annet.⁵⁶

⁵³ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 31, Gjennomføringsdirektivet art. 4.

⁵⁴ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 31.

⁵⁵ *ibid.* s. 32.

⁵⁶ Jfr også Innst.O.nr.14 (1992-1993) s. 4 hvor flertallet i Utenriks- og konstitusjonskomiteen uttalte: «Oppstår det tvil om en ny lov kan være i strid med våre EØS- forpliktelser, må det i den rettslige

Som nevnt over i punkt 2.1 og 2.3 var et av formålene bak innføringen av både ISD og MiFID å skape et integrert finansielt marked i Europa. For å oppnå dette var det ønskelig å harmonisere medlemstatenes lovgivning slik at investeringsforetak kunne yte tjenester i alle EU land på bakgrunn av konsesjonen de hadde fått i hjemstaten.⁵⁷ Dette har igjen sammenheng med EUs målsetning om at medlemstatenes lovgivning skal sette minst mulig begrensninger for bevegeligheten av arbeidskraft, tjenester, varer og kapital. Dette taler også for å tillegge ordlyden i direktivene stor vekt ved tolkningen av de norske bestemmelsene.

2.5 Praksis fra Finansklagenemda og Finanstilsynet

Avgjørelser av Finansklagenemda (før Bankklagenemda) er ikke bindende for domstolene, men vil i flere tilfeller være av interesse. I Rt-1984-248 ble det i forbindelse med uttalelser fra et lignende offentlig organ uttalt at det ofte ville være naturlig å tillegge disse betydelig vekt.⁵⁸ I RG-2008-1362 ble det uttalt: «[...] Bankklagenemdas praksis både generelt, og nemdas avgjørelse i nærværende sak, har betydning».

Finanstilsynets praksis vil heller ikke være bindende for domstolene. Ettersom de kommer med uttalelser i forbindelse med tilbakekall av konsesjoner vil praksisen være spesielt viktig for foretakene. I denne sammenheng vil også uttalelser fra Finansdepartementet som klageorgan ha interesse. Felles for praksis fra Finansklagenemda, Finanstilsynet og Finansdepartementet er at domstolene vil tillegge dem større vekt om praksisen er fast og langvarig. For oppgavens del vil også praksisen være formålstjenlig som illustrasjonsmateriale.

vurderingen legges til grunn at Stortinget forutsetningsvis fatter vedtak i samsvar med våre folkerettslige forpliktelser».

⁵⁷ MiFIDs fortale punkt 1 og 2.

⁵⁸ Hveem (2011) s. 253.

3 God forretningsskikk

Verdipapirhandelloven § 10-11 (1) pålegger verdipapirforetak en plikt til å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. I den videre fremstillingen skal det fastlegges nærmere hvilke plikter dette innebærer for foretaket. Det vil i punkt 3 flg. bli foretatt en vurdering av den generelle standarden for god forretningsskikk. Videre skal det undersøkes hvilke opplysninger foretaket er pålagt å gi kunden, samt de krav som stilles til disse. Av fremstillingsmessige grunner er egnethets- og hensiktsmessighetstesten skilt ut i punkt 4 og 5.

Etter § 10-11 (1) første punktum skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. En naturlig språklig forståelse av «i samsvar med god forretningsskikk» tilsier at den praksisen verdipapirforetakene legger seg på må være i tråd med praksis som ellers er i bransjen. Ettersom det er presisert at den praksisen som skal følges må være av god kvalitet vil dette alene ikke være nok. Hva som skal til for at praksisen skal anses for å være «god» gir ikke ordlyden noe klart svar på. Spørsmålet videre blir hva som skal til for at foretakets virksomhet skal være i samsvar med «god forretningsskikk».

God forretningsskikk er en rettslig standard som utvikles i tråd med tiden og samfunnsforholdene ellers. Normen er skjønnsmessig og den må fastsettes på bakgrunn av blant annet rettspraksis, uttalelser i forarbeidene, forvaltningspraksis og akseptert forretningspraksis på området.⁵⁹ At innholdet i en slik standard kan utvikles over tid, uten at selve ordlyden endres, er noe av poenget med rettslige standarder. Fordelen med dette er at det kan reageres mot nye typer uønsket adferd uten lovendringer. Bakdelen er at det kan gå på bekostning av forutberegneligheten for dem som må forholde seg til standarden. Som det er redegjort for over har standarden utviklet seg fra å være generelt formulert til å bli mer detaljert. Dette kan bidra til å øke forutberegneligheten, men det

⁵⁹ Myklebust (2011) s. 236-237.

etterlater spørsmål om det fortsatt er rom for at standarden, uten lovendringer, kan utvikles i tråd med tiden og samfunnsforholdene.

Av vphl. § 10-11 (1) følger det at «Foretaket skal herunder påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte». Ordlyden «Foretaket skal herunder⁶⁰...» signaliserer at kravet til god forretningsskikk-normen ikke er uttømmende regulert, og det samme følger også av forarbeidene.⁶¹

Selv om vphl. § 10-11 og MiFID art. 19 med tilhørende bestemmelser er detaljerte vil det allikevel være rom for skjønn. Tanken i direktivet er at verdipapirforetaket skal utøve dette skjønnnet selv og, det skal ikke fratas foretaket gjennom nasjonale bestemmelser som angir mer konkrete krav enn de som følger av direktivet.⁶² Dette betyr imidlertid ikke at skjønnnet ikke kan overprøves. Hvis Finanstilsynet mener at et foretak har overtrådt generelle skjønnsmessige regler vil de kunne reagere. Poenget er at tilsynsmyndighetene ikke kan «låse skjønnnet» gjennom bindende utfyllende rettsregler.⁶³

3.1 Kundens interesser skal ivaretas på beste måte

Etter vphl. 10-11 (1) skal foretakene påse at kundens interesser ivaretas på beste måte. Ved en investering vil en kundes interesse som hovedregel være å skape en avkastning som er høyest mulig. En annen viktig side ved kundens interesser er at investeringen samsvarer med den risikoen vedkommende er villig, og i stand til å ta. Det er derfor viktig at disse interessene ivaretas ved utøvelsen av verdipapirforetakenes virksomhet.

At kundens interesser skal ivaretas på beste måte må ses i sammenheng med at verdipapirforetakene i kraft av sine tillatelser til å yte investeringstjenester er gitt enerett

⁶⁰ Jfr. «in particular» i MiFID art. 19 nr. 1.

⁶¹ NOU 2006:3 s. 80, Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 101, 104, 436.

⁶² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 32.

⁶³ Tyrhaug (2008) s.162.

til å drive denne typen virksomhet.⁶⁴ Dette innebærer særlige omsorgsforpliktelser overfor kunden som skal kunne forholde seg til foretakene som en aktør som ivaretar deres interesser.⁶⁵

Som nevnt innledningsvis vil forvaltningspraksis være viktig ved fastleggelsen av innholdet i god forretningsskikk standarden. Ved tilbakekallet av Caveo og Totalvekst sine konsesjoner utledet Kredittilsynet tre normer av vphl. § 10-11 (1) sammenholdt med § 10-11 (4) og eldre praksis.⁶⁶ Normene ble anvendt ved investeringsrådgivning hvor det kreves at det foretas en egnethetstest⁶⁷. De vil allikevel ha interesse ved ytelse av andre investeringstjenester ettersom normene også bygger på at kundens interesser skal ivaretas på beste måte, jfr. vphl. § 10-11. God forretningsskikk-standard er som nevnt ikke uttømmende regulert.⁶⁸ På den andre siden står ikke medlemslandene helt fritt til å stille strengere krav enn de som følger av direktivene.⁶⁹ I teorien har disse normene blitt kritisert og det kan reises spørsmål ved om normene kan opprettholdes.⁷⁰

3.1.1 Verdipapirforetaket skal tilby det beste av sammenlignbare produkter

Den første av de tre normene som ble oppstilt i praksis var at verdipapirforetaket skulle tilby de beste av sammenlignbare produkter. Som det vil fremgå av punkt 4.2 under vil kravet neppe kunne opprettholdes. Det som imidlertid må kunne kreves er at foretaket har en kvalifisert oppfatning av hva som tilbys på markedet og dermed kan sikre kundens interesser på beste måte ved å tilby ett eller flere produkter som er i samsvar med kundens preferanser.⁷¹

⁶⁴ Vphl. § 9-1.

⁶⁵ Kredittilsynet (2008)d og Kredittilsynet (2008)e.

⁶⁶ *ibid.*

⁶⁷ Se punkt 4 flg.

⁶⁸ Se punkt 3.

⁶⁹ Se punkt 2.4.

⁷⁰ Tyrhaug (2008) s. 171-175.

⁷¹ Finansdepartementet (2009).

3.1.2 Kostnadsstrukturen kan ikke redusere avkastningspotensialet vesentlig

Formålet bak investeringer vil som hovedregel være å få en avkastning. Å gi råd om å investere i et produkt med en kostnadsstruktur som vesentlig reduserer hovedformålet bak en investering vil ikke være å ivareta kundens interesser på beste måte. Hvis en kundes investeringsmål kan oppnås ved et produkt med lavere kostnader vil det være i kundens interesse å investere i dette produktet i stedet. Dette har igjen nær sammenheng med den normen som er oppstilt over. I tråd med Finansdepartementets presiseringer av normen vil det ikke være et brudd på god forretningsskikk om en kunde tilbys produkt A selv om produkt B har en noe lavere kostnadsstruktur.⁷² Det må allikevel kunne kreves at produktet som tilbys ikke reduserer avkastningspotensialet vesentlig sammenliknet med andre produkter som også er egnet til å oppfylle kundens investeringsmål.⁷³ Ettersom denne normen ikke går lengre enn reglene som følger av MiFID vil det ikke være problematisk å opprettholde den ved vurderingen av om virksomheten er drevet i samsvar med god forretningsskikk.

3.1.3 Rimelig forhold mellom innbetalt beløp og den merverdi verdipapirforetaket tilfører

At det skal være et rimelig forhold mellom innbetalt beløp og tilført merverdi ble begrunnet med den tillitsfunksjonen verdipapirforetakene har overfor kunden når de opptrer som mellommann. Etter kredittilsynets vurdering ville det være et misbruk av denne tillitsfunksjonen om en stor andel av kundens investering gikk bort i honorarer, gebyrer ol.⁷⁴ I en tolkningsuttalelse fra EU-kommisjonen ble det imidlertid uttalt:

«As long as those fees are properly disclosed prior to the provision of services..., the investment firms are free to set their fees as they desire».⁷⁵

⁷² Finansdepartementet (2009) og punkt 4.2.2.

⁷³ Finansdepartementet (2009).

⁷⁴ Kredittilsynet (2008)d og Kredittilsynet (2008)e.

⁷⁵ Tyrhaug (2008) s. 174.

Uttalelsen må leses i sammenheng med kravet i vphl. § 10-11 (2) nr. 4 som pålegger en plikt til å opplyse om omkostninger og gebyrer. Tolkingsuttalelsen trekker i retning av at det ikke er noen begrensninger på hvor høye gebyrer foretakene kan ta så lenge det er opplyst om dem på forhånd. Finansdepartementet mente at dette måtte avgjøres på bakgrunn av om tjenesten og prisen var av en slik karakter at kunden selv kunne sammenligne pris på tjenester mellom ulike tjenesteytere.⁷⁶ For de tilfellene hvor det er vanskelig for kunden å sammenligne prisen hevdet Finansdepartementet at det lå innenfor kravet til god forretningsskikk å stille krav til at prisen på tjenesten ikke skal være urimelig.

Formålet bak denne opplysningsplikten er at kunden skal kunne vurdere ulike investeringer og tjenester opp mot hverandre slik at kunden kan foreta en informert investeringsbeslutning.⁷⁷ Hvis kunden får opplysninger om gebyrer uten at det gir noen mulighet for å sammenligne priser fra andre tjenester og foretak, vil formålet bak opplysningsplikten ikke være oppfylt. Står foretakene helt fritt til å sette de gebyrene de vil kan det føre til at foretakene blir fristet til å sette høye gebyrer og dermed sette sine egne interesser foran kundens. Etter § 9-2 nr. 6 i 1997 loven var det oppstilt krav til at foretaket skulle bestrebe seg på å unngå interessekonflikter, samt sørge for at kundens interesser skulle gå foran foretakets. Dette var en gjennomføring av ISD art. 11 nr.1 som oppstilte krav til at:

«These principles shall ensure that an investment firm: ...tries to avoid conflicts of interests and, when they cannot be avoided, ensures that its clients are fairly treated.»

Denne bestemmelsen er ikke videreført i dagens § 10-11, men § 9-11 (1) nr.2 inneholder en bestemmelse om at foretaket skal organiseres på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom kundene og foretaket begrenses til et minimum. Dersom dette ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte skal kunden opplyses om mulige interessekonflikter, jfr. § 10-10 (2). Det vil klart være en interessekonflikt i forbindelse med fastsettelsen av gebyrene til en investering. Kunden

⁷⁶ Finansdepartementet (2009).

⁷⁷ Vphl. § 10-11 (2).

ønsker at de skal være lavest mulig mens foretaket ønsker høyest mulig inntjening. Settes gebyrene urimelig høyt uten at kunden har noen forutsetninger for å forstå dette kan det neppe sies at kunden har blitt «fairly treated⁷⁸». Foretaket kan heller ikke sies å ha ivaretatt kundens interesser på beste måte. Ved innføringen av MiFID skulle investorvernet økes i forhold til ISD. Om foretaket fritt kan sette urimelige gebyrer så lenge det opplyses om gebyrenes størrelse vil vernet i stedet ha blitt dårligere. I disse tilfellene vil det også være et stort behov for investorvern. Samlet trekker dette i retning av at det oppstilles et krav til at det ikke kan settes urimelig høye gebyrer i de tilfellene hvor det er vanskelig eller umulig for kunden å foreta en selvstendig vurdering av gebyrenes rimelighet.⁷⁹

3.2 Markedets integritet skal ivaretas på beste måte

Videre fremgår det av vphl. § 10-11 (1) at markedets integritet skal ivaretas på beste måte. MiFID art. 19 inneholder i seg selv ikke noe slikt krav, men i MiFID art. 25 er medlemsstatene pålagt å legge til rette for at det kan føres kontroll med at foretakene opptrer på en måte som fremmer markedets integritet. Kravet har nær sammenheng med at kundens interesser skal ivaretas på beste måte. Hvis kundens interesser blir ivaretatt vil dette øke deres tillit til markedet. Har markedets integritet vært skadelidende er dette et sterkt argument for å reagere mot foretaket og å reagere med sterke midler. Ved Finanstilsynets tilbakekall av Terra Markets AS sine tillatelser til å yte investeringstjenester var det at markedets integritet hadde vært skadelidende et sterkt argument for å trekke tillatelsen tilbake:⁸⁰

«Sett hen til bl.a. overtredelsenes karakter og omstendighetene og foranledningen til Foretakets forbedringstiltak, finner Finanstilsynet at hensynet til tilliten til markedet og verdipapirforetakene som sådan må tillegges stor vekt, og tilsier at tilbakekall er en nødvendig reaksjon.»

⁷⁸ ISD art.11 nr.1.

⁷⁹ Motsatt Tyrhaug (2008) s. 174.

⁸⁰ Finanstilsynet (2012)b s.17.

3.3 Opplysningsplikter

I tillegg til å påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte må verdipapirforetaket «ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen», jfr. vphl. § 10-11 (1). Kravet til god forretningsskikk er presisert i vphl. § 10-11 (2)-(12) samt verdipapirforskriften. Et av kravene er at foretaket skal gi kunder og potensielle kunder (heretter kunder) relevante opplysninger i en forståelig form om en rekke forhold som er viktige ved investeringer, jfr vphl. § 10-11(2).⁸¹ Det er viktig å merke seg at også de potensielle kundene er omfattet av opplysningsplikten slik at plikten ikke bare gjelder for foretakets eksisterende kunder.

Et spørsmål som må stilles er hva som ligger i at det er «relevante» opplysninger som skal gis («Appropriate information⁸²»). Etter § 9-2 nr. 5 skulle verdipapirforetaket sørge for at de «på en egnet måte gir de nødvendige opplysninger...». Også denne delen av bestemmelsen er blitt presisert ved at det nå er oppstilt mer presise krav til hva det skal opplyses om.

I teorien ble det hevdet at: «Kravet om at opplysningene skal være «nødvendige» innebærer at opplysningene må antas å kunne ha vesentlig betydning for kundens investeringsbeslutning». ⁸³ Viggo Hagstrøm⁸⁴ mente på sin side at:

«Det neppe er nødvendig at opplysningen er så sentral at den er avgjørende for om kunden ønsker å handle eller ikke, det må holde at den er klart egnet til å virke inn på kundens beslutning».

Uavhengig av hvilken forståelse som var mest treffende etter § 9-2 vil det være den forståelsen Hagstrøm gav uttrykk for som ligger nærmest dagens § 10-11 (2). Dette er

⁸¹ Bestemmelsen er en gjennomføring av MiFID art 19 nr. 3 som er ytterligere presisert i gjennomføringsdirektivet. Gjennomføringsdirektivet er på sin side gjennomført i verdipapirforskriften.

⁸² MiFID art. 19 nr. 3.

⁸³ Verdipapirhandelloven, kommentarutgave (2002) s. 690.

⁸⁴ Skrev flertallets votum i BKN-2009-1.

fordi kravet til at kunden skal gis «relevante opplysninger i en forståelig form»⁸⁵ må sees i sammenheng med bestemmelsens siste punktum:

«...slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen [...] og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.»

Det er ikke noe krav til at opplysningene må ha en vesentlig betydning for kundens investeringsbeslutning, men at opplysningene skal sette kunden i stand til å «fatte en informert investeringsbeslutning». For å fatte en informert investeringsbeslutning må kunden få de opplysningene som trengs for at han/hun selv skal kunne vurdere om investeringen passer. Dette er også i samsvar med et av hovedformålene bak MiFID som var å styrke investorvernet.

Hva som skal til for å få en kunde opp på et slikt forståelsesnivå til være avhengig av kundens bakgrunnskunnskaper, erfaringer ol., og vil variere fra kunde til kunde. Dette innebærer at opplysninger som er relevante for en kunde ikke nødvendigvis vil være det for en kunde med gode bakgrunnskunnskaper. Å forklare hva en aksje er vil ikke være relevant for en erfaren investor mens det vil være det for en kunde som ikke har denne kunnskapen.

At verdipapirforetaket må tilpasse informasjonen etter den kundegruppen opplysningene skal gis til følger også av at informasjonen må gis i en «forståelig form» («in a comprehensible form»)⁸⁶. Dette har også nær sammenheng med vphl. § 10-11 (3), som vil bli behandlet i punkt 3.4 flg. Bestemmelsen er ytterligere presisert i vpf. § 10-13 som er en innføring av gjennomføringsdirektivet art. 31. Av vpf. § 10-13 (1) fremgår det at informasjonen må differensieres etter «kundens profesjonalitet og kunnskapsnivå».⁸⁷

⁸⁵ Vphl. § 10-11 (2).

⁸⁶ MiFID art 19 nr. 3.

⁸⁷ Se også MiFIDs fortale punkt 32.

Her kommer reglene om klassifisering av kunder inn. Etter vpf. § 10-1 (1) skal verdipapirforetaket kategorisere sine kunder innenfor en av tre grupper. Disse gruppene er ikke-profesjonelle kunder, profesjonelle kunder, jfr. vpf. § 10-2, og kvalifiserte motparter, jfr. vphl. § 10-14 (2). Alle som ikke faller inn under kategorien profesjonell kunde eller kvalifisert motpart vil falle inn under kategorien ikke-profesjonell kunde. Ved å plassere kundene innenfor kundekategoriene vil foretaket være i bedre stand til å vurdere hvilken informasjon som er relevant for de ulike kundene og på hvilken måte den skal gis.

Har kunden lite kunnskap om finansmarkedet må vedkommende få flere opplysninger enn en profesjonell kunde for å bli satt i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Faguttrykk som det ikke kan forutsettes at målgruppen forstår må forklares på en slik måte at mottakerne av informasjonen kan forstå den. Dette vil være en forutsetning for at kunden skal kunne fatte en informert investeringsbeslutning. På den andre siden betyr dette at det ikke vil være påkrevd å gi like detaljert informasjon til kunder med et høyere kunnskapsnivå.

I vpf. § 10-11 (1) er det slått fast at opplysningene skal gis i god tid før foretaket yter investeringstjenester. Dette er en forutsetning for at kunden skal ha tid til å sette seg inn i informasjonen. Spørsmålet videre blir hva verdipapirforetakene skal opplyse kunden om.

3.3.1 Verdipapirforetaket og de tjenester det yter

Etter § 10-11 (2) nr. 1 skal det opplyses om «verdipapirforetaket og de tjenester det yter». Dette er ytterligere presisert i vpf. § 10-12 (1) a som er en innføring av gjennomføringsdirektivets art. 30. Etter vpf. § 10-12 (1) a skal verdipapirforetaket opplyse om «verdipapirforetakets navn, adresse og annen relevant kontaktinformasjon, slik at kundene kan kommunisere effektivt med foretaket». Videre skal det opplyses om de språk⁸⁸ og kommunikasjonsmetoder⁸⁹ som kan benyttes. Som det fremgår direkte av

⁸⁸ Vpf. § 10-12 (1) b.

ordlyden skal disse opplysningene gis slik at kunden kan kommunisere effektivt med foretaket. Dette henger igjen i sammen med at kunden skal vite hvor henvendelser skal rettes hvis det er noen spørsmål i forbindelse med de ulike tjenestene eller produktene som tilbys. Det skal også opplyses om at foretaket har den nødvendige tillatelse til å yte investeringstjenester, samt navn og adresse på den myndighet som har gitt tillatelsen.⁹⁰

3.3.2 Finansielle instrumenter, foreslåtte investeringsstrategier og risiko

Etter vphl. § 10-11 (1) nr. 2 skal det opplyses om:

«finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier.»

Dette er en gjennomføring av MiFID art. 19 nr. 3. Omsetter foretaket eksempelvis aksjer, obligasjoner og derivater må de gi en kort forklaring av hva de forskjellige produktene er og hvordan de virker.⁹¹

Noe som er nært knyttet opp mot hvordan de forskjellige finansielle instrumentene og investeringsstrategiene virker er den risiko som er forbundet med dem. Som det følger av ordlyden i § 10-11 (2) nr. 2 skal det ved forklaringen både gis en hensiktsmessig veiledning og advarsel om den risiko som er forbundet med dem.

Hovedformålet bak en investering vil for de aller fleste være å skape en avkastning. Avkastningen har igjen nær sammenheng med risikoen ved investeringen. Er risikoen for tap høy vil dette ofte være forbundet med en tilsvarende mulighet for stor avkastning. De fleste kunder vil være interesserte i å få størst mulig avkastning med lavest mulig risiko. Hvor stor risiko en kunde er villig til å ta vil variere fra person til person. Spenningen ved risikoen kan være et moment som frister noen, mens det for

⁸⁹ Vpf. § 10-12 (1) c.

⁹⁰ Vpf. § 10-12 (1) d.

⁹¹ Bergo (2008) s. 157-158.

andre vil være en usikkerhet de vil søke å unngå. Hvor mye tap en kunde er i stand til å tåle vil også variere sterkt. Hvilken avkastning instrumentene og investeringsstrategiene kan gi, samt hvilke risiko som er forbundet med dem vil være helt sentralt ved avgjørelsen om, og eventuelt i hva en skal investere. Uten noe særlig bakgrunnskunnskap vil det ikke være enkelt å skape seg noen velbegrunnet formening om risiko og avkastningspotensiale uten veiledning fra kyndige. Siden dette er et område med mange fagtermer, vil vilkåret om at opplysningene skal være gitt i en forståelig form være spesielt viktig.

Foretakene og rådgivere kan ha ulike interesser i å selge noen produkter fremfor andre, typisk de med best inntjeningspotensial. Dette har vært noe av kritikken som er blitt rettet mot foretakene ved salg av strukturerte spareprodukter.⁹² Hvis kundene forstår hvordan de ulike produktene virker og risiko som er forbundet med dem, blir de mindre avhengig av råd fra foretakene. Kundene kan da selv velge en investering med den risiko- og avkastningsprofil som passer dem best.

Det kan stilles spørsmål om hva som ligger i at veiledningen og advarselen skal være «hensiktsmessig» («appropriate»)⁹³. Dette må ses i sammenheng med vilkåret om at kundene skal få «relevante opplysninger i en forståelig form».⁹⁴ I vphl. § 10-11 (2) siste setning finnes videre veiledning for å fastlegge hva som ligger i at kunden skal få en «hensiktsmessig veiledning og advarsel». Her følger det at kunden «i rimelig grad» skal settes i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten («reasonably able to understand»⁹⁵). Det må her foretas en avveining mellom kundens og verdipapirforetakets interesser. På den ene siden er det viktig at informasjonen gjør kunden i stand til å fatte en veloverveid investeringsbeslutning. På en andre siden er det viktig at verdipapirforetaket ikke blir ilagt en så streng plikt at det nærmest er umulig å overholde. Ilegges verdipapirforetaket en for streng plikt kan det føre til at de må bruke for mye tid og ressurser på å informere kunden. Dette kan igjen føre til at produktene

⁹² LB-2010-47352 hvor en del av argumentasjonen var at de som solgte produktene hadde provisjonsbasert lønn og Kredittilsynet (2008)d mfl.

⁹³ MiFID art. 19 nr. 3.

⁹⁴ Vphl. § 10-11 (2) første setning og punkt 3.3.

⁹⁵ MiFID art. 19 nr. 3.

blir dyrere enn de hadde behøvd å være, noe som igjen vil gå ut over kunden. At kunden «i rimelig grad» skal settes i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringen tilsier at kunden ikke behøver å være noen ekspert etter å ha fått informasjonen. Det som kreves er at informasjonen og veiledningen blir gitt på en slik måte at kunden selv kan fatte en «informert investeringsbeslutning».⁹⁶

Forutsatt at investor har fått den relevante informasjonen, er det klare utgangspunktet i norsk rett er at investor i kapitalmarkedet selv har risikoen for egen investeringsbeslutning. Når investor beveger seg inn i et marked som er beheftet med usikkerhet er det en risiko for å tape dersom markedet utvikler seg i en ugunstig retning. På den annen side får investor gevinsten ved en eventuell oppgang. Dette prinsippet er slått fast i Rt-1915-265 og fulgt opp i en rekke dommer.⁹⁷ Formålet bak bestemmelsene er ikke at investor skal ha en beskyttelse mot at investeringen går dårlig. Poenget er at kunden skal informeres på en slik måte at han/hun i rimelig grad er innforstått med hvilken risiko den eventuelle investeringen medfører. Selve utfallet av investeringen får kunden selv bære risikoen for.

Et eksempel på at det ikke var opplyst godt nok om risikoen er Rt-2003-400. Dommen er avsagt etter § 18 i vphl. av 1985, men vil allikevel ha interesse.⁹⁸ Kort fortalt handlet dommen om et tunnelselskap som ved hjelp av et fondsmeglerforetak hadde foretatt investeringer i obligasjoner. Samtidig med en refinansiering ble det foretatt en rekke transaksjoner i plasseringsporteføljen som innebar en klart større risiko enn det som lå i det opprinnelige opplegget. Tunnelselskapet ble påført et tap og krevde tapet dekket av foretaket på bakgrunn av at de ikke hadde fått opplysninger om den økte risikoen før transaksjonene ble utført. Et av temaene i dommen var: «fondsmeglerens plikt til informasjon om og rådgivning i forhold til den risiko som transaksjonene innebar».⁹⁹ I avsnitt 42 uttalte Høyesterett:

⁹⁶ Vphl. § 10-11 (2) siste setning.

⁹⁷ LF-2010-16348, LB-2010-176553, avsnitt 68.

⁹⁸ Se avsnitt 2.2.

⁹⁹ Dommens avsnitt 1.

«Skal Fearnley bebreides for uaktsom informasjon eller rådgivning, må det etter mitt syn være fordi transaksjonene ikke burde vært foretatt for en kunde som tunnelselskapet, som ikke var en langsiktig investor, uten at megleren hadde forsikret seg om at kunden hadde en klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar, og uansett ville ha dem utført.»

Her oppstiller Høyesterett et krav til at megleren måtte forsikre seg om at kunden hadde en «klar oppfatning av hvilken risiko transaksjonene innebar». Det kan stilles spørsmål ved om denne uttalelsen må modereres noe som følge av at kravet i dag er at kunden «kunden i rimelig grad» skal settes i stand til å forstå risikoen.¹⁰⁰ Svaret på dette vil avhenge av hvilke investeringstjenester det er snakk om. For de tilfellene det skal foretas en egnethets- eller hensiktsmessighetstest¹⁰¹ skal verdipapirforetaket forsikre seg om at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.¹⁰² For disse tilfellene kan kravet som er oppstilt i avgjørelsen opprettholdes. Hvor det ikke er påkrevd at disse testene utføres er kravet at kunden «i rimelig grad» er i stand til å forstå risikoen.

En annen interessant sak er RG-2004-1464. I denne saken var en daglig leder for et verdipapirforetak tiltalt for grovt brudd på god forretningsskikk ved forvaltning av kundens midler. En samlet rett fant at det forelå brudd på god forretningsskikk etter § 9-2. En av grunnen var at det ble foretatt forandringer i investeringene som medførte en større risiko for investor. Etter forandringene var det usikkert om eventuelle tap måtte dekkes av hovedstolen. Om dette ble det uttalt:

«At en slik situasjon i det hele tatt kan oppstå, uten at kunden har fått klar beskjed om denne muligheten, må anses som brudd på god forretningsskikk».

Også denne dommen understreker viktigheten av å informere om risikoen forbundet med ulike finansielle instrumenter. Dette vil spesielt gjelde ved aktiv forvaltning hvor det skal foretas en egnethetstest, se punkt. 4 flg.

¹⁰⁰ Vphl. § 10-11 (2) siste setning.

¹⁰¹ Vphl. §§ 10-11 (4), 10-11 (5), samt punkt 4 og 5 flg.

¹⁰² Vpf. §§ 10-16 (1) c og 10-17.

Verdipapirhandellovens § 10-11 (2) nr.1 er som nevnt presisert i vpf. § 10-13. I Vpf. § 10-13 (1) a er det spesifisert at det skal opplyses om virkningen av lånefinansiering. Også på dette punktet har det blitt rettet kritikk mot formidlere av spareprodukter.¹⁰³ Bakgrunnen for kritikken har vært at renter og gebyrer på lånet medfører såpass høye kostnader at opsjonsdelen må skape en svært høy avkastning for at investeringen skal gå i pluss.¹⁰⁴ Et eksempel på dette er Røeggen-saken. Røeggen investerte 500 000 kr i to strukturerte spareprodukter gjennom DnB Nor. Investeringen ble lånefinansiert i sin helhet, og i løpet av en 6 års periode ble betalt 270 219 kr i renter og omkostninger. Ettersom lånefinansiering kan ha så stor innvirkning på avkastningspotensialet vil det være viktig for kunden å bli opplyst om det. Det skal også opplyses om risikoen for å tape hele investeringen, jfr. vpf. § 10-13 (1) a. Er det en høy risiko for dette kan kunder som ikke har råd eller er villige til å tape hele investeringen styre unna disse.

Hvis et finansielt instrument består av to eller flere instrumenter kan dette medføre at den samlede risikoen for investeringen blir høyere enn risikoen knyttet til de enkelte komponentene. Av vpf. § 10-13 (3) følger det at verdipapirforetaket skal «gi en dekkende beskrivelse av instrumentets enkelte komponenter og hvordan enkeltkomponentene påvirker risikoen». Videre følger det at denne informasjonen skal gis dersom instrumentet består av to eller flere instrumenter eller tjenesteytelser «...og den samlede risikoen er høyere enn risikoen knyttet til de enkelte komponentene». Ordlyden «og» kan her trekke i retning av at opplysningsplikten først inntreffer når det er et faktum at den samlede risikoen blir høyere ved at instrumentet er satt sammen av to eller flere komponenter. Av gjennomføringsdirektivet art. 31 nr. 4¹⁰⁵ følger:

«Where the risks associated with a financial instrument composed of two or more different financial instruments or services *are likely* to be greater than the risks...»¹⁰⁶

¹⁰³ Koekebakker og Zakamouline (2006), samt professor Thore Johnsen i BKN-2009-1, TOSLO-2009-88470, LB-2010-176553.

¹⁰⁴ Se punkt 1.3.

¹⁰⁵ Som vpf. § 10-13 (3) er en gjennomføring av.

¹⁰⁶ Min kursivering.

Ordlyden her trekker i retning av at opplysningsplikten allerede inntreffer hvis det er en mulighet for at en slik sammensetting medfører høyere risiko. Den norske gjennomføringen bør også forstås på denne måten. Er det en mulighet for at sammensettingen av to eller flere instrumenter kan føre til at den samlede risikoen øker skal verdipapirforetaket derfor opplyse om dette.

Etter vpf. § 10-13 (1) b skal det opplyses om prisvolatiliteten og begrensninger i det tilgjengelige marked for slike instrumenttyper. Prisvolatilitet er et statistisk mål på kurssvingninger og har nær sammenheng med risikoen for et instrument. Dess mer prisen på et instrument svinger, dess større risiko vil det være forbundet med instrumentet. Avslutningsvis kan det nevnes at for strukturerte spareprodukter sin del følger det av FOR-2006-09-25 nr.1317 § 6 at det skal oppgis med 70 % sikkerhet hvor produktets avkastning vil befinne seg.

3.3.3 Handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter

Etter § 10-11 (2) nr. 3 skal det opplyses om de handelssystemer og markedsplasser verdipapirforetaket benytter. Ved å få opplysning om dette kan kunden styre unna handelssystemer og markedsplasser de av ulike grunner ønsker å unngå.

3.3.4 Omkostninger og gebyrer

Etter vphl. § 10-11 (2) nr. 4 skal kunden opplyses om omkostninger og gebyrer. Dette er videre presisert i vpf. § 10-15 (1) a¹⁰⁷ hvor det er fastslått at disse opplysningene skal inneholde «de samlede kostnader kunden skal betale for det enkelte finansielle instrumentet, investeringstjenesten eller tilknyttet tjeneste». Kunden kan da på et bedre grunnlag vurdere hva han/hun skal investere i, samt hvilket foretak investeringen skal foretas gjennom. Forutsatt at det ellers ikke er andre store forskjeller på instrumentene eller de tjenester foretakene tilbyr vil det være lønnsomt for kunden å velge instrumentene som har de laveste gebyrene. Verdipapirforskriftens § 10-15 (1) a andre punktum fastsetter videre at godtgjørelsen til verdipapirforetaket skal angis særskilt.

¹⁰⁷ Vpf. § 10-15 gjennomfører gjennomføringsdirektivet art. 33.

Kunden vil da kunne se hvor mye verdipapirforetaket selv tar slik at de kan sammenligne de ulike foretakenes priser.

En annen viktig side ved omkostninger og gebyrer er at de kan påvirke avkastningen til et instrument. Er kostnadene høye vil dette påvirke avkastningsmulighetene i negativ retning. Går store deler av det investerte beløpet med til omkostninger og gebyrer vil det bli mindre igjen til kjøp av selve instrumentet som kan skape avkastning. Et eksempel på at det ikke var opplyst om alle kostnadene i forbindelse med et instrument er Røeggen-saken. De sakkyndige i saken fremholdt at produktets kostnader var med på å redusere den forventede avkastningen, og at det burde vært opplyst om disse kostnadene til kunden. DnB Nor hevdet på sin side at det på tidspunktet for kjøpet av produktene (2000) ikke var noe krav om å opplyse om de såkalte «skjulte kostnadene». De «skjulte kostnadene» i saken var en margin DnB Nor tok for sammensetning av indeksobligasjonen, en margin som ble beregnet av banken indeksopsjonen ble kjøpt av og en lånemargin til DnB Nor. Til dette uttalte Bankklagenemdas flertall:

«Flertallet fremholder at tilretteleggermarginen etter forholdene utgjorde betydelige beløp. Det kan på denne bakgrunn hevdes at de opplysninger som var gitt i prospektet om tegningsomkostningene, ga et misvisende bilde av det honorar banken samlet tok fra kunden. Dette kan tale for en opplysningsplikt. Uansett er det avgjørende at den betydelige tilretteleggermarginen måtte tas fra den kapital som var igjen etter plasseringen i interbankmarkedet for tilbakebetaling av investert kapital, og således reduserte det beløp som stod til rådighet til kjøp av opsjoner som skulle kunne generere meravkastningen».¹⁰⁸

Etter dagens lovgivning er det ikke lenger noen tvil om at det skal opplyses om slike kostnader ved en investering.

I Røeggen-saken var det også opplyst om historisk og forventet fremtidig avkastning. Det følger nå av vpf. § 10-9 (3) f, og § 10-9 (5) c for henholdsvis historisk- og fremtidig

¹⁰⁸ BKN-2009-1.

avkastning at hvis opplysningene er basert på bruttoavkastning skal effekten av gebyrer, provisjoner eller andre kostnader angis.

I Finanstilsynets tilbakekall av Acta Asset Management AS tillatelser til å yte investeringstjenester var problemet at det ikke var opplyst i forståelig form om kostnadene ved deres porteføljekonto. Det ble lagt vekt på at avgiftsstrukturen i form av sammensetning og beregningsmåte fremsto som kompleks. Samtidig bestod foretakets målgruppe stort sett av ikke-profesjonelle investorer. Finanstilsynets konklusjon var:

«...informasjonen – både Avtalen og informasjonsmateriell – ikke er gitt i tilstrekkelig forståelig form til at en kunde i rimelig grad er i stand til å fatte en informert beslutning.»¹⁰⁹

Videre følger det av vpf. § 10-13 (1) d at det skal opplyses om «eventuelle marginkrav eller lignende forpliktelser som gjelder for instrumenttypen». Etter vpf. § 10-13 (1) c skal kunden også få informasjon «om transaksjonen i de aktuelle instrumentene innebærer faktiske eller potensielle forpliktelser for kunden, i tillegg til å erverve instrumentene».

Potensielle kostnader kan være vanskelig å beregne eksakt på forhånd. Det vil spesielt gjelde ved ulike typer av sammensatte produkter hvor det vil kunne variere noe hvor store gebyrene og omkostningene vil bli ved det samlede produktet kunden får.

Verdipapirforskriftens § 10-15 (1) a slår fast at det i slike tilfeller skal opplyses om grunnlaget for beregningen slik at kunden kan kontrollere den. Et minstekrav må da være at kunden blir opplyst på en forståelig måte om hvordan disse omkostningene vil bli beregnet¹¹⁰ jfr. kravet om at opplysningene skal være gitt i en forståelig form.¹¹¹

¹⁰⁹ Finanstilsynet (2012) s. 11.

¹¹⁰ Hymer (2008) s.197

¹¹¹ Vphl. § 10-11 (2) første setning.

Igjen kan RG-2004-1464¹¹² være belysende. Etter forvalteravtalen hadde daglig leder i verdipapirforetaket en rett på provisjon for 0,475 % av forvaltet kapital. I tillegg til dette beregnet den daglige lederen seg ca. 1.1 millioner NOK i honorar. Til dette uttalte Lagmannsretten:

«Forvalteravtalen gir ikke grunnlag for en slik betaling. X [daglig leder i verdipapirforetaket som stod for den aktive forvaltningen]¹¹³ har heller ikke gitt direkte informasjon om de beløp som ble trukket, og det var ikke lett å se at dette var gjort ut fra de opplysninger som kom fra X. Lagmannsretten legger til grunn at verken daglig leder eller styremedlemmene i HKP forsto at X la beslag på en del av det neddiskonterte rentebeløpet. Å holde tilbake klientmidler på et så vidt uklart grunnlag, må etter rettens vurdering bedømmes som brudd på god forretningsskikk».

Det retten vektla var for det første at det ikke var grunnlag for dette honoraret i forvalteravtalen og for det andre at det heller ikke var opplyst på en forståelig måte om beløpene som ble trukket. Dette er i samsvar med dagens lovgivning som presiserer at opplysningene skal gis i en forståelig form.¹¹⁴

Etter vpf. § 10-15 (1) c skal det også opplyses om at det kan forekomme kostnader, herunder skatt, ved transaksjonene eller investeringstjenestene som ikke er betalt eller pålagt av verdipapirforetaket. Det er ikke noe krav til at det skal opplyses om bestemte beløp, men kundene skal gjøres oppmerksomme på at det kan forekomme slike skatter og kostnader.

Selv om det ikke følger av ordlyden i vphl. § 10-11 (2), kan informasjonen som er nevnt i bestemmelsens nr. 1-4 gis i et standardisert format, som for eksempel i forretningsvilkårene. Dette følger av MiFID art. 19. nr. 3 og i forarbeidene er det uttalt at dette også skal gjelde for vphl. § 10-11 (2).¹¹⁵

¹¹² Se punkt 3.1.2 om avgjørelsen.

¹¹³ Min presisering.

¹¹⁴ Vphl. § 10-11 (2).

¹¹⁵ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 105.

3.4 Informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende

Verdipapirhandellovens § 10-11 (3) oppstiller et krav til at all informasjon som gis til kunder skal være «korrekt, klar og ikke villedende». Dette er en gjennomføring av MiFID art. 19 nr. 2 som stadfester at informasjonen skal være «fair, clear and not misleading».

3.4.1 All informasjon

Et spørsmål som kan reises i denne sammenhengen er hva som omfattes av «all informasjon». En naturlig språklig forståelse av «all informasjon» er som ordlyden tilsier nettopp at dette omfatter all den informasjonen som blir sendt ut til kunder. Verdipapirforskriftens § 10-9 (1)¹¹⁶ støtter opp om denne forståelsen, jfr. «alle former for informasjon». Videre er det verdt å merke seg at dette ikke bare gjelder for informasjonen som sendes til foretakets eksisterende kunder, men også de potensielle kundene. Ser en nærmere på ordlyden i MiFID art. 19 nr. 2 er det her presisert at «marketing communications» er omfattet av «all information». Dette følger også forutsetningsvis av § 10-11 (3) andre punktum som slår fast at «Markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan».

Det som er helt klart er at informasjon som sendes direkte til kunder og potensielle kunder vil være omfattet av kravet. Noe som kan være mer usikkert er om informasjonen fra verdipapirforetakets side må være ment å skulle treffe kunder og potensielle kunder for å være omfattet av kravet, eller om det er nok at det er en mulighet for at informasjonen treffer dem, jfr. «til» kunder eller potensielle kunder. Ordlyden i vpf. § 10-9 (1) «rettet mot» foretakets eksisterende eller potensielle kunder kan trekke i retning av at opplysningene fra foretakets side må være ment å skulle treffe kundene for at informasjonen skal være omfattet av kravet. Dette vil igjen tale for at mer generelle uttalelser i media om ulike finansielle instrumenter, investeringsstrategier- og tips ikke vil være omfattet av bestemmelsen.

¹¹⁶ Vpf. § 10-9 er en innføring av gjennomføringsdirektivets art. 27.

Gis det uttalelser i media er det sannsynlig at disse vil bli lest av både kunder og potensiell kunder. Er denne informasjonen ukorrekt og/eller villedende vil det kunne medføre at kundene foretar en investeringsbeslutning på galt grunnlag, noe som igjen kan føre til tap. På den ene siden vil det være uheldig om finansrådgivere blir mer tilbakeholdne med å uttale seg i media ettersom slike uttalelser er med på å skape engasjement og interesse for investeringer i finansielle markeder.¹¹⁷ På den andre siden vil det også være uheldig om finansielle rådgivere, meglere ol. kan uttale seg ukritisk i media på en måte som er egnet til å påføre kunder tap, uten at dette medfører konsekvenser.

Ordlyden i gjennomføringsdirektivets art. 27 nr. 1 «all information they address to, *or disseminate in such a way that it is likely to be received by*¹¹⁸, retail clients or potential retail clients» trekker i retning av at muligheten for at informasjonen treffer potensielle kunder er nok til at det skal være omfattet.¹¹⁹ Dette taler for at også den norske bestemmelsen skal forstås på denne måten.¹²⁰ Sammen med hensynet til økt investorvern tilsier dette at generelle uttalelser i media vil være omfattet av kravet. I denne sammenheng kan det også være verdt å merke seg vphl. § 3-9 (2) som fastslår at god forretningsskikk skal iakttas ved henvendelser til allmenheten som inneholder tilbud om eller oppfordrer til kjøp, salg eller tegning av instrumenter.

3.4.2 Informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende

Det neste spørsmålet blir hva som ligger i at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende. Disse kravene henger innbyrdes sammen. Informasjon som ikke er korrekt vil i tillegg kunne være villedende for kunden. Også informasjon som er uklar eller tvetydig kan villedende mottakeren av informasjonen til å treffe feil slutninger. Kravet om at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende har videre en nær

¹¹⁷ Hymer (2008) s. 190.

¹¹⁸ Min kursivering.

¹¹⁹ Den danske oversettelsen lyder: «de sender til eller formidler på en sådan måde, at de kan forventes modtaget af detailkunder eller potentielle detailkunder».

¹²⁰ Se punkt 2.4.

sammenheng med vilkåret i § 10-11 (2) første setning om at opplysningene skal være gitt i en forståelig form.

Gis det opplysninger som er direkte feil vil dette kunne føre til at kunden foretar en investeringsbeslutning på galt grunnlag. Røeggen-saken gir et eksempel på at det var feil i tallmaterialet som ble gitt til kunden. I materialet Røeggen fikk av DnB Nor var det oppgitt at investeringen ville gå i null ved 5,29 % årlig avkastning, mens det riktige tallet var 7,47 %. Banken hadde også trukket fra rentekostnader etter skatt, samtidig som det riktige ville vært å trukket dem fra før skatt. Informasjonen gav således uttrykk for bedre gevinstmuligheter enn det var grunnlag for. Flertallet i tingretten uttalte at disse feilene ikke var avgjørende for resultatet i saken, men uttalte videre at de fant det klart at mange interessenter ville ha trukket seg om de hadde fått de riktige tallene.¹²¹ Lagmannsretten uttalte på sin side:

«Etter lagmannsrettens syn kan det reises kritikk mot banken for at informasjonsmateriellet om aksjeindeksobligasjonene inneholdt feil, og for at banken ga Røeggen inntrykk av at dette var en investering han ikke kunne tape på. Lagmannsretten er likevel kommet til at det ikke vil være urimelig eller i strid med god forretningsskikk å gjøre avtalene med Røeggen gjeldende».¹²²

Etter begge domstolers mening kunne det reises kritikk mot at det var feil i materialet som ble gitt til kunden. Det var allikevel ikke avgjørende for utfallet i sakene. Det kan reises spørsmål ved om resultatet ville blitt det samme i dag. At «all informasjon» skal være korrekt kan etter ordlyden tyde på at enhver feil i informasjonen fører til at det foreligger brudd på god forretningsskikk. Reelle hensyn tilsier allikevel at ordlyden ikke skal forstås på en så streng måte. Spesielt ved mer kompliserte produkter vil foretakene være pålagt en omfattende opplysningsplikt. Hvis enhver feil og små avvik i informasjonen skulle medføre brudd på god forretningsskikk ville dette kunne ramme foretakene hardt. Om feilen derimot angår informasjon ved en investering som er egnet til å påvirke investeringsbeslutningen vil slike feil kunne slå uheldig ut for investor.

¹²¹ TOSLO-2009-88470.

¹²² LB-2010-176553.

Feilene i Røeggen-saken angikk avkastningspotensialet som er en viktig side ved investeringen. Avvikene kan vel heller ikke sies å være ubetydelige. Siden innføringen av MiFID og endringene som er gjort i verdipapirhandelloven skulle føre til et sterkere investorvern tilsier det at lignende feil i dag vil bli rammet av § 10-11 (3) og dermed være i strid med god forretningsskikk.

Av sakene fremgår det at banken neppe hadde til hensikt å oppgi feil informasjon. Feilen stammet fra at det var gjort feilgrep ved utarbeidelsen av informasjonen. Et spørsmål i denne sammenhengen er om kravet til at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende er objektivt, eller om det er avhengig av at foretaket vet om/kan bebreides for feilen. Det kan virke hardt for foretakene om de skal bli sanksjonert for feil i informasjon de gir ut hvis de ikke kan bebreides for feilene. På den andre siden vil det være uheldig om investorene skal stå uten vern om de blir påført tap som følge av investeringsbeslutninger basert på feil informasjon. Riktignok kan det sies at foretaket ofte vil være å bebreide for feil i informasjon, men det kan tenkes at dette ikke er tilfellet. Et eksempel kan være at det er feil i modeller el. som brukes av foretaket uten at de vet om feilen, eller kan bebreides for at den ikke er oppdaget. Av gjennomføringsdirektivets fortale punkt 47 følger det:

«...information should be considered to be misleading if it has a tendency to mislead the person or persons to whom it is addressed or by whom it is likely to be received, whether or not the person who provides the information considers or intends it to be misleading.»

Dette gjelder informasjon som er villedende eller «misleading», men også uklar og feil informasjon vil som nevnt kunne være villedende. Dette kan trekke i retning av at det her er snakk om et objektivt krav. Hensynet til investorbeskyttelse tilsier i tillegg at det er avsenderen av informasjonen som er nærmest til å bære risikoen for eventuelle feil ved den. Ettersom verdipapirforetakene utformer informasjonen er det også de som er nærmest til å kontrollere at den er riktig.

I RG-2004-1464 var daglig leder i et verdipapirforetak tiltalt for å ha gitt villedende eller uriktig informasjon til Halden kommunale pensjonskasse (heretter HKP) ved aktiv

forvaltning av pensjonskassens midler. I følge påtalemyndighetene hadde daglig leder i stedet for å påpeke forskjellene, og den økte risikoen, fremstilt de nye investeringene som om de var av lik art som de gamle. Til dette uttalte lagmannsretten:

«Retten legger videre til grunn at tiltalte ikke har forsøkt å klargjøre forskjellen mellom disse investeringene overfor Back [Back daglig leder i HKP]. Omtalen i månedsrapportene er for øvrig heller knapp og ikke særlig veiledende».

Retten uttalte videre:

«Det gis ingen opplysninger om de konkrete investeringer som var foretatt med rentedelen, og det er ikke spesielt opplysende når det er ført opp en markedskurs på obligasjonene der rentedelen og utviklingen av denne er søkt innarbeidet. Retten finner ikke å kunne legge til grunn at tiltalte muntlig har gitt Back nærmere opplysninger som var egnet til å avklare de reelle forhold. På dette punkt er rapporteringen så vidt misvisende og uklar at forholdet må anses for å være i strid med god forretningsskikk.»

I dette tilfellet var informasjonen mer egnet til å villedde enn å opplyse om de virkelige egenskapene ved investeringen. Ettersom det i dagens verdipapirhandellov er presisert at informasjonen skal være «korrekt, klar og ikke villedende» ville resultatet blitt det samme i dag.

Ved Finanstilsynets tilbakekall av Spar Kapital ASAs konsesjonen til å yte investeringstjenester var en del av begrunnelsen at informasjonen ikke var korrekt eller tilstrekkelig klar.¹²³ Spar Kapital ASAs hovedvirksomhet bestod i å tilby kunden investeringer i to investeringselskaper. Ett av investeringsselskapene investerte utelukkende i finansielle differansekontrakter¹²⁴, noe det ikke var opplyst om. Til dette uttalte Finanstilsynet:

«Finanstilsynets utgangspunkt er at i de tilfeller der Foretaket tilbyr et begrenset produktspekter, må dette kommuniseres til kunden på en klar og tydelig måte.

¹²³ Finanstilsynet (2011)a.

¹²⁴ Vphl. § 2-2 (5) nr. 4.

[...]Finanstilsynet kan ikke se at dette er tilstrekkelig eller konsistent gjennomført i Foretakets kommunikasjon, og viser til at Foretaket på sine nettsider blant annet uttaler at '...Vi er uavhengige, og har frihet til å velge det som er best for kunden i enhver situasjon'. Finanstilsynets konklusjon er at informasjonsmateriale, herunder nettsider, som fremstiller Foretaket som uavhengig, er i strid med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1).»

Av vphl. § 10-11 (3) fremgår det at markedsføringsinformasjon «skal angis som sådan». Foretakene konkurrerer om kundene og må kunne markedsføre seg og sine produkter. Ved å informere om at opplysninger er gitt som markedsføring gjøres kunden oppmerksom på at positive sider vil være vektlagt. Verdipapirforskriftens § 10-9 (1) b inneholder her en viktig presisering. Av bestemmelsen fremgår det at potensielle fordeler ikke skal fremheves uten at det samtidig gis en balansert informasjon om relevant risiko. Dette henger også nært sammen med kravet i vpf. § 10-9 (1) d om at informasjonen skal utformes slik at viktige erklæringer, advarsler mv. fremgår på en klar og tydelig måte. Gis det informasjon hvor avkastningspotensialet er fremhevet samtidig som opplysninger om risiko er bagatellisert og gjemt bort vil dette være i strid med god forretningsskikk.

En av hovedinnvendingene i Røeggen-saken var at investeringen hadde for dårlig avkastningspotensiale. Røeggen hevdet i Bankklagenemda at produktet han kjøpte hadde forventet negativ avkastning, og at informasjonen han fikk bygget på for optimistiske beregninger. Forventet avkastning er en gjennomsnittsbetraktning av flere forskjellige mulige utfall av en investering under forskjellige mulige utviklinger i fremtiden.¹²⁵

Gis kunden opplysninger om fremtidig avkastning følger det av vpf. § 10-9 (5) b, at disse skal være basert på «rimelige forutsetninger understøttet av objektive data».¹²⁶ Røeggen-saken illustrerer hvor vanskelig det kan være å komme frem til en realistisk beregning av avkastningen et instrument kan tenkes å gi. Dette er fordi det finnes

¹²⁵ LB-2010-176553.

¹²⁶ At forventet avkastning skal være basert på «rimelige forutsetninger understøttet av objektive data» følger også av FOR-2006-09-25-1317 § 6 (10).

forskjellige måter og modeller for beregning av fremtidig avkastning. Valg av hvordan de ulike parameterne skal estimeres kan også gjøre utslag i den ene eller den andre retningen. De sakkyndige i saken ble ikke enige om hvilke metoder som var best eller hvordan parameterne skulle estimeres. Det ble også oppdaget feil i de ulike beregningene ettersom saken gikk fremover. I Bankklagenemda hadde nemdas flertall dette synet på saken:

«Bankklagenemndas flertall bemerker at de avkastningstall banken opererer med, er vesentlig høyere enn de forannevnte sakkyndiges, og de går alle systematisk i favør av banken. Uten at flertallet går inn i de enkelte parametere, virker det ikke overbevisende at bankens tall systematisk avviker fra de øvrige sakkyndiges, og i ensidig favør av banken».¹²⁷

Etter at saken gikk videre og de sakkyndige hadde rettet på hverandres utregninger viste ingen beregninger lengre en negativ avkastning. Lagmannsretten hadde et annet syn på saken og det ble her uttalt:¹²⁸

«Bankens parameteranslag er ifølge NR¹²⁹ forsvarlige, og det er etter lagmannsrettens syn ikke grunnlag for å hevde at bankens beregning ikke er basert på «rimelige forutsetninger, understøttet av objektive data.»¹³⁰

At sakkyndige med høy kompetanse ikke klarte å bli enige om hvordan parameterne skulle estimeres sammen med at det ble gjort feil på begge sider viser hvor komplisert det er å komme frem til en realistisk forventet avkastning. Saken viser også at det ikke er noe fasitsvar på hvordan utregningene skal utføres eller for estimatene som brukes ved utregningen. Hva som kan sies å være rimelige forutsetninger vil variere fra produkt til produkt, samt hvordan markedsutsiktene ligger an. Nærmere hvor grensen går for at beregningene kan sies å bygge på rimelige forutsetninger er vanskelig å trekke

¹²⁷ BKN-2009-1.

¹²⁸ LB-2010-176553.

¹²⁹ NR er en forkortelse for Norsk Regnesentral. NR er en uavhengig privat forskningsstiftelse som fikk i oppdrag av DnB Nor å gå gjennom de ulike beregningene i saken.

¹³⁰ Henvisning til ordlyden i FOR-2006-09-25-1317 § 6 (10).

opp nøyaktig. Det som imidlertid er klart er at det ved beregningen ikke kan brukes for optimistiske anslag slik at den forventede avkastningen blir urealistisk høy. Dette understrekes både ved at beregningene skal være basert på «rimelige forutsetninger» og at de skal være «understøttet av objektive data». Opereres det med for optimistiske anslag vil dette resultere i villedende informasjon, og således være i strid med god forretningsskikk.

Opplyses det om forventet avkastning, skal dette etter vpf. § 10-9 (5) d gis sammen med en klar advarsel om at slike prognoser ikke kan anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning.

Av vpf. § 10-9 (1) c fremgår det at informasjonen skal være tilpasset kunnskapsnivået til den relevante kundekrets.¹³¹ Hvilken informasjon som virker villedende på kunder kan være avhengig av bakgrunnskunnskapen de ulike kundene sitter inne med, erfaring ol. I forbindelse med dette kan det stilles spørsmål om hvor nøye informasjonen må være tilpasset de ulike kundekretsene. Her kan gjennomføringsdirektivet art. 27 nr. 2 være veiledende. Av bestemmelsen fremgår det:

«It shall be sufficient for, and presented in a way that is *likely to be understood by, the average member of the group...*».¹³²

Det er altså ikke noe absolutt krav til at alle medlemmene av den relevante kundekretsen skal forstå all informasjonen. Et slikt krav ville vært nærmest umulig for verdipapirforetaket å overholde. I BKN-2010-168 er det uttalt at: «[...]investor har et selvstendig ansvar for å sette seg inn i det produkt man velger å investere i» Dette ble uttalt i forbindelse med den eldre lovgivningen, men vil fortsatt ha gyldighet i dag. Er informasjonen utformet i overensstemmelse med kravene har kundene selv ansvar for å få klarhet i det de lurte på ved å kontakte foretaket. Foretaket skal som nevnt oppgi kontaktinformasjon samt de kommunikasjonsmetoder som kan benyttes, jfr vpf. § 10-12 (1).

¹³¹ Se punkt 3.3 om kundeklassifisering.

¹³² Min kursivering.

4 Egnethetstest

Etter vphl. § 10-11 (4) skal verdipapirforetakene i visse tilfeller foreta en såkalt egnethetstest av investeringstjenestene opp mot kunden. At det skal foretas en egnethetstest var en nyhet som kom med innføringen av MiFID, og i forarbeidene er det understreket at dette er en viktig bestemmelse ut fra hensynet til investorbeskyttelse.¹³³ Utførelsen av egnethetstesten har nær sammenheng med det overordnede kravet i § 10-11 (1) om at kundens interesser skal ivaretas på beste måte.¹³⁴ I det følgende skal det tas stilling til i hvilke tilfeller verdipapirforetakene er pålagt å utføre en egnethetstest. Videre blir spørsmålet hva innholdet i egnethetstesten er og hvordan den skal utføres.

4.1 I hvilke tilfeller skal det foretas en egnethetstest?

Det følger av vphl. § 10-11 (4) at foretakene skal foreta en egnethetstest ved ytelsen av to typer investeringstjenester; investeringsrådgivning¹³⁵ og aktiv forvaltning¹³⁶. Innholdet i disse investeringstjenestene må fastlegges nærmere for å avgjøre i hvilke tilfeller plikten til å utføre egnethetstesten inntreffer.

4.1.1 Investeringsrådgivning

Av vphl. § 2-4 (1)¹³⁷ følger det:

¹³³ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s. 105.

¹³⁴ Se punkt 3.1.

¹³⁵ Vphl. § 2-4 (1).

¹³⁶ Vphl. § 2-1 (1) nr. 4.

¹³⁷ Gjennomføring av MiFID art. 4 nr. 1 (4) og gjennomføringsdirektivet art. 52.

«Med investeringsrådgivning menes personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter».

Som det fremgår av ordlyden har det ingen betydning om rådgivningen skjer på kundens eller foretakets initiativ. Ved uttrykket «personlige» anbefalinger avgrenses bestemmelsens anvendelsesområde mot generelle investeringsanbefalinger som ikke retter seg mot konkrete investorer.¹³⁸ Det vil innebære en avgrensning mot helt ordinær megling, som nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 1 og nr. 2, hvor foretaket kun utfører ordre på vegne av kunden. Et viktig spørsmål i denne sammenhengen er hvordan grensen skal trekkes hvis megleren i tillegg til å utføre selve ordren også yter råd. Av forarbeidene følger det at definisjonen i vphl § 2-4 (1) er i samsvar med MiFID art. 4 nr. 1 (4) og gjennomføringsdirektivets art. 52.¹³⁹ Av gjennomføringsdirektivets art. 52 fremgår følgende om investeringsrådgivning:

«That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person [...]».

Har megleren tatt stilling til og vurdert kundens konkrete situasjon, for så å gi rådene på bakgrunn av dette, vil det være investeringsrådgivning. Går derimot megleren ikke inn i den enkelte kundes personlige forhold, men kun viser til foretakets analyser av finansielle instrumenter, vil det ikke være omfattet.¹⁴⁰ Hvis megler for eksempel sier: «jeg mener at denne investeringen er den rette for deg», vil den være fremlagt som en personlig anbefaling.¹⁴¹ Et viktig poeng i denne sammenhengen er at det vil være investeringsrådgivning uavhengig om anbefalingen faktisk er basert på kundens personlige forhold eller ikke.¹⁴²

¹³⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.51.

¹³⁹ l.c.

¹⁴⁰ Bergo (2008) s. 142.

¹⁴¹ l.c.

¹⁴² Jfr. «presented as suitable for that person».

Det er videre et vilkår at den personlige anbefalingen skal være gitt i forbindelse med «bestemte finansielle instrumenter». Med bestemte finansielle instrumenter menes det aksjer i selskap X, et konkret strukturert spareprodukt, el. Dette medfører at råd som er generelle i form av å rette seg mot investeringer i ulike typer av finansielle instrumenter (allokeringsanbefalinger) vil falle utenfor definisjonen.¹⁴³ Det samme følger også av punkt 81 i gjennomføringsdirektivets fortale:

«Generic advice about a type of financial instrument is not investment advice for the purposes of Directive 2004/39/EC, because this Directive specifies that[...], investment advice is restricted to advice on particular financial instruments.»

For at anbefalingen eller rådene skal falle inn under kategorien investeringsrådgivning må de oppfordre kunden om:

«to buy, sell, subscribe for, exchange, redeem, hold or underwrite a particular financial instrument»¹⁴⁴, eller «to exercise or not to exercise any right conferred by a particular financial instrument to buy, sell, subscribe for, exchange, or redeem a financial instrument».¹⁴⁵

Noe som er verdt å merke seg i denne sammenheng er at også råd om å holde på et finansielt instrument vil være investeringsrådgivning.

4.1.2 Aktiv forvaltning

Yter foretaket aktiv forvaltning skal det også foretas en egnethetstest, jfr. vphl. § 10-11 (4). Det sentrale elementet i en avtale om aktiv forvaltning er at tjenesteyteren har en rett og plikt til å kjøpe og selge finansielle instrumenter for kundens regning, uten dennes ordre eller instruks i det enkelte tilfelle.¹⁴⁶ Selv om det ikke vil ligge en instruks bak hver ordre som utføres av verdipapirforetaket, vil det som regel være gitt en

¹⁴³ Ot.prp.nr 34 (2006-2007) s.51, 418.

¹⁴⁴ Gjennomføringsdirektivet art .52 (2) a.

¹⁴⁵ Gjennomføringsdirektivet art. 52 (2) b.

¹⁴⁶ Bergo (2008) s. 139.

generell instruks som ligger til grunn for den aktive forvaltningen. Instruksen vil typisk inneholde retningslinjer for hvilke risikoprofil som skal etterstrebes, om det er spesielle instrumenter det skal investeres i eller unngås, om det skal satses på visse bransjer osv.

Aktiv forvaltning må avgrenses mot ordinær formidling av ordre på vegne av kunden.¹⁴⁷ Skillet går i hovedsak på at det ved ordinær ordreformidling er kunden som har det siste ordet i forhold til om ordren skal gjennomføres eller ikke. Ved aktiv forvaltning kreves det som nevnt ikke at investor skal godkjenne hver ordre som utføres. Mange velger aktiv forvaltning nettopp fordi de da kan overlate valgene til noen som har bedre innsikt i finansmarkedet enn dem selv. Aktiv forvaltning må videre avgrenses mot tilfeller der megler formidler kundeordre, men samtidig har et visst skjønn med hensyn til hva handelen skal gå ut på. Det vil ikke være forvaltning bare fordi kursen er angitt som en «limit», eller det gjelder en «stopp loss ordre» der megler etter avtale skal selge på visse nivåer.¹⁴⁸ Dette er fordi slike føringer bør ses i sammenheng med kravene til angivelsen av vilkårene for en ordre.¹⁴⁹

4.2 Gjennomføring av egnethetstesten

Yter foretaket investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning inntreer plikten til å utføre en egnethetstest. Hovedspørsmålet blir her hva egnethetstesten innebærer samt hvordan den skal utføres. Testen kan grovt sett deles inn i to ulike deler. Den første delen går ut på å innhente informasjon om kunden. Den andre delen dreier seg om å bruke informasjonen som er innhentet til å vurdere hvilke investeringstjenester og finansielle instrumenter som egner seg for nettopp denne kunden.

4.2.1 Innhenting av informasjon

Etter vphl. § 10-11 (4) skal foretaket «innhente nødvendige opplysninger». I forarbeidene ble det lagt vekt på at verdipapirforetaket skulle pålegges en aktiv plikt til

¹⁴⁷ Jfr. vphl. § 2-1 (1) nr. 1.

¹⁴⁸ Bergo(2008) s. 140.

¹⁴⁹ I.c.

å skaffe til veie de opplysningene som kreves.¹⁵⁰ Det er altså foretaket som har ansvaret for at de får inn de nødvendige opplysningene og ikke kunden. I Finanstilsynets tilbakekall av Agilis Group AS tillatelse til å yte investeringstjenester var mangelfull innhenting av informasjon ved egnethetstesten en av begrunnelsene for tilbakekallet.¹⁵¹

Et spørsmål som må besvares videre er hva foretaket skal innhente informasjon om. Av vphl. § 10-11 (4) fremgår det at det skal innhentes informasjon om tre forhold ved kunden. Dette er kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, kundes finansielle situasjon og investeringsmål.

I vpf. § 10-16 og § 10-18 er det gitt presiserende bestemmelser til hvilken informasjon som skal innhentes innenfor disse kategoriene. Ved innhenting av informasjon om kundens kunnskap og erfaringer følger det av vpf. § 10-18 (1) a¹⁵² at opplysningene, så langt det er relevant i forhold til kundens klassifisering, skal dekke «de typer tjenester, transaksjoner og finansielle instrumenter kunden har kunnskap om». Informasjonen skal også dekke «arten, antallet og hyppigheten av kundens transaksjoner i finansielle instrumenter og den perioden de er blitt gjennomført», jfr. vpf. § 10-18 (1) b. Formålet bak denne informasjonsinnhenting er å forsikre seg om at kunden har erfaring og kunnskap til å forstå risikoen.¹⁵³ Ved å skaffe seg en oversikt over omfanget og hyppigheten av kundens investeringer er det lettere å danne seg et bilde av kundens investeringserfaring. Dette er igjen med på å belyse om kunden er i stand til å forstå risikoen som er forbundet med de ulike instrumentene og investeringstjenestene.

Videre skal opplysningene dekke «kundens utdanning og arbeidserfaring».

Utdannelsen og arbeidserfaringen kan også ha skaffet kunden erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved en investering. Det vil i stor grad variere hvor mye erfaring og kunnskap de ulike kundene har opparbeidet seg gjennom henholdsvis arbeid og studier. En kunde som til det daglige arbeider med økonomi vil som hovedregel ha skaffet seg

¹⁵⁰ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 105.

¹⁵¹ Finansdepartementet (2011), Finanstilsynet (2011)b.

¹⁵² Verdipapirforskriftens § 10-18 gjennomfører gjennomføringsdirektivet art. 37.

¹⁵³ Vpf. § 10-16 (1) c.

mer innsikt i disse sidene ved en investering enn en kunde som for eksempel jobber innenfor helsesektoren.

At det bare er nødvendig å innhente informasjonen «så langt det er relevant i forhold til kundens klassifisering» har sammenheng med at foretaket etter vpf. § 10-7 (2) kan legge til grunn at profesjonelle kunder har kunnskap og erfaring til å forstå risikoen. Overfor disse kundene vil det således ikke være noe behov for å innhente informasjon som belyser forståelsen av risiko.

Ved innhenting av informasjon om kundens finansielle stilling skal opplysningene inneholde informasjon om «inntektsforhold, aktiva, herunder likvide aktiva, investeringer og fast eiendom samt kundens normale finansielle forpliktelser», jfr. vpf. § 10-16 (2). Det er altså innenfor de tre hovedkategoriene inntekt, aktiva og utgifter informasjonen skal innhentes. For aktivasiden er det presisert at det skal innhentes informasjon om likvide aktiva. Ulike aktiva kan være mer eller mindre likvide. Hvor likvid et aktivum er, vil noe upresist sagt, bero på hvor raskt det kan omsettes i penger. Penger på bankkonto er et eksempel på et aktivum som er likvid, mens en tungsolgt luksusvilla som er et aktivum som er mindre likvid. Dette viser også grunnen til at det skal skilles mellom likvide og mindre likvide aktiva. Har kunden store verdier på aktivasiden viser det at han/hun har kapital til å dekke sine forpliktelser. Det behøver allikevel ikke å bety at vedkommende vil være i stand til å dekke sine forpliktelser etter hvert som de faller til betaling.

At det bare er nødvendig å innhente informasjonen «såfremt det er relevant», medfører at verdipapirforetaket i visse tilfeller kan la være å innhente opplysninger om de ulike kategoriene. Et eksempel på dette kan være ved en mindre investering i aksjer. Her vil det ikke være nødvendig å innhente informasjon om kunden er i besittelse av fast eiendom for å foreta en vurdering om kunden er i stand til å håndtere risikoen. Et annet eksempel kan være en kunde som er i trygg fast jobb med store inntekter og uten noen større finansielle forpliktelser. Kommer foretaket etter en vurdering til at inntekten alene er nok til å håndtere risikoen ved investeringen vil det ikke være nødvendig å innhente mer informasjon om kundens finansielle stilling. Er det på den andre siden en

større investering med lang løpetid og store kostnader vil det være nødvendig med en mer inngående informasjonsinnhenting.

Den siste kategorien det skal innhentes informasjon om er kundens investeringsmål. Av vpf. § 10-16 (3) følger det at disse opplysningene skal omfatte kundens investeringshorisont, risikovillighet, risikoprofil og målsetning med investeringen. En ting det er verdt å merke seg her er at i motsetning til vpf. § 10-16 (2) inneholder ikke § 10-16 (3) formuleringen «dersom det er relevant». Forskjellen tilsier at det er et absolutt krav til å innhente opplysninger om disse sidene ved en kundes investeringsmål. Gjennomføringsdirektivets art. 35 nr. 4 inneholder imidlertid denne formuleringen. Dette taler for at reservasjonen også må leses inn i den norske bestemmelsen. Siden kundens investeringsmål er en såpass viktig side ved en investering vil det allikevel være svært få tilfeller hvor det ikke vil være relevant å innhente disse opplysningene. Skulle tilfellet allikevel dukke opp vil det ikke være hensiktsmessig for kunden eller foretaket at opplysningene innhentes. Dette tilsier også at det ikke oppstilles et slikt absolutt krav.

Avslutningsvis følger det av vpf. § 10-18 (3) at innhentede opplysninger kan legges til grunn med mindre foretaket vet eller burde vite at opplysningene åpenbart er foreldede, unøyaktige eller ufullstendige. Åpenbart er et sterkt krav som tilsier at foretaket kan stole på informasjonen de har fått fra kunden med mindre det er klare signaler om noe annet. Oppdager foretaket at opplysningene er foreldede, unøyaktige eller ufullstendige må de sørge for å innhente informasjon som er i henhold til kravene. Får ikke foretaket opplysningene som kreves, følger det av vpf. § 10-16 (4) at de ikke skal yte aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning.

4.2.2 Vurdering av egnethet opp mot kunden

Informasjonen som innhentes om kunden skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og finansielle instrumenter som egner seg for kunden, jfr. vphl § 10-11 (4). Et spørsmål som må besvares er hva som ligger i at investeringstjenesten eller det finansielle instrumentet «egner seg» for kunden. En naturlig språklig forståelse

tilsier at de produkter og tjenester foretaket skal anbefale må passe for akkurat den kunden det anbefales til. Av vpf. § 10-16 (1) følger det at foretaket ved investeringsrådgivningen eller den aktive forvaltning skal foreta en konkret vurdering av om de enkelte transaksjoner som omfattes er egnet for kunden. Videre er det gitt presiseringer for hvilke elementer som skal vektlegges ved avgjørelsen av om et instrument eller en tjeneste er egnet.

For det første skal produktet eller tjenesten være i samsvar med kundens investeringsmål, jfr. Vpf. § 10-16 (1) a. At investeringen er det vil være svært viktig for kunden. Risikovilligheten vil være forskjellig fra kunde til kunde. Å bli rådet til å gå inn i en investering som har større risiko enn man er villig til å ta vil være uheldig. Det samme gjelder for investeringshorisonten. Vet kunden at han/hun kommer til å trenge penger innen en viss tid i forbindelse med alderdom, bytte av bolig, barnefødsel, el. vil det kunne by på store problemer for kunden om vedkommende har gått inn i en investering med lang bindingstid, eller som det er vanskelig å omsette.

At det ikke har vært samsvar mellom kundens investeringshorisont og det produktet vedkommende er blitt rådet til å kjøpe har vært et tema i mange saker. Et eksempel er FINKN-2011-576, hvor kunden hadde en investeringshorisont på 1-5 år, og ble anbefalt et produkt som ikke egnet seg for et så kort tidsperspektiv. Kunden hadde også gitt uttrykk for at midlene skulle være tilgjengelige, noe som ikke var i samsvar med at produktet hun kjøpte var vanskelig å omsette. Foretaket hadde i tillegg foretatt en for dårlig kartlegging av kundens risikovilje. Ettersom investeringen ikke var i samsvar med kundens uttrykte ønsker og behov ble det stadfestet at rådgivningen var i strid med god forretningsskikk. I FINKN-2011-411 hadde en mann i 80 årene gitt uttrykk for at han på grunn av sin høye alder ville ha en likvid innvestering med en tidshorisont på 1-5 år. Klagenemda uttalte at selv om aksjene var fritt omsettelige, og det skulle åpnes for annenhåndsomsetning, var dette ikke godt nok ettersom det innebar en usikkerhet at omsetningen ville være knyttet til et uregulert annenhåndsmarked.

For det andre må kunden være finansielt i stand til å håndtere risikoen, jfr. vpf § 10-16 (1) b. Er ikke kunden i stand til å håndtere risikoen vil det kunne få alvorlige konsekvenser for kunden. Ved å skaffe seg en oversikt over kundens finansielle

situasjon vil foretaket være bedre rustet til å se om kunden har rom for å klare et eventuelt tap på investeringen, dekke løpende kostnader ol. Dette gjør seg særlig gjeldende ved lånefinansiering av ulike produkter hvor det ofte vil være løpende renter som må dekkes i forbindelse med lånet. Har kunden flytende rente på lånet vil det være en risiko for at renten kan gå opp og således øke beløpene som må betales inn. Et lånefinansiert instrument kan neppe sies å egne seg for en kunde som ikke har økonomisk bæreevne til å tåle en renteøkning. På den andre siden kan et lånefinansiert produkt passe bra for en kunde som tåler at renten går opp. Utfallet av en lånefinansiert investering kan bli spesielt uheldig hvis kunden på grunn av en renteøkning må selge det finansielle instrumentet på et ugunstig tidspunkt.

Et eksempel på at nettopp dette skjedde var i Lognvik-saken. Her hadde far og sønn Lognvik lånefinansiert et strukturert produkt med flytende rente på lånet. På tidspunktet for avtaleinngåelsen¹⁵⁴ var de månedlige beløpene som måtte innbetales 6197 kr for faren og 4400 kr for sønnen. På grunn av det økende rentenivået steg disse beløpene betraktelig og i desember 2007 var beløpet steget til over 10 000 NOK for farens del. Etter hvert anså de seg ikke lengre i stand til å dekke de månedlige utgiftene og hevdet at avtalen med banken var ugyldig. Rådgivningen hadde skjedd i forkant av dagens verdipapirhandellov slik at det ikke var noe krav om å foreta en egnethetstest. For lagmannsretten ble det anført at de ikke forstod hva flytende rente innebar.¹⁵⁵ Til dette uttalte lagmannsretten at det måtte stilles visse forventninger til en investor. En av disse forventningene var at «de kjente til hva et lån innebærer og forskjellen på fast og flytende rente». Det ble videre uttalt at de hadde all nødvendig relevant informasjon tilgjengelig og at banken med dette hadde oppfylt den strenge aktsomhetsplikt som påhvilde dem. For Høyesterett ble det ikke lengre direkte anført at far og sønn Lognvik ikke visste hva flytende rente innebar. Høyesteretts flertall gir i avsnitt 42 allikevel uttrykk for at produktet var oversiktlig sett fra investors side. Flertallet mente også at utgiftene knyttet til tegningen var klart angitt, samt at tapspotensialet var begrenset til disse.¹⁵⁶

¹⁵⁴ 3. april 2006.

¹⁵⁵ LB-2010-47352.

¹⁵⁶ Rt-2012-355.

Rådgivningen saken omhandlet skjedde som nevnt før det var et krav om å gjennomføre en egnethetstest. Om utfallet av saken ville blitt det samme etter dagens regelverk er vanskelig å si noe sikkert om. I avgjørelsene er det ikke gitt konkrete opplysninger om inntekten til hverken far eller sønn foruten at finansrådgiveren vurderte inntekten og formuen deres som tilstrekkelig til å betjene lånet.¹⁵⁷ Hvis rådgiveren faktisk foretok en realistisk undersøkelse av kundenes finansielle stilling, og samtidig vurderte den som tilstrekkelig til å håndtere risikoen, tilsier dette at rådgivningen ville tilfredsstilt denne siden av egnethetstesten.

I BKN-2010-189 var det spørsmål om Actas rådgivning i forbindelse med salg av Global Eiendom Utbetaling 2007 AS var mangelfull. Også her hadde rådgivningen skjedd før innføringen av MiFID. I dette tilfellet hadde en mann med inntekt og formue på henholdsvis 450 000 og 1 070 000 kr tatt opp lån på 1 500 000 kr for å investere i det nevnte finansielle instrumentet. Ektefellen som var medansvarlig for lånet hadde inntekt og formue på henholdsvis 350 000 og 658 000 kr. Utgiftene forbundet med investeringen utgjorde ca. 80 000 kr i året. Mannen skulle pensjoneres to år etter investeringstidspunktet og dette var noe Acta visste om. Fra og med pensjoneringen utgjorde utgiftene ca. 40 % av mannens utbetalte pensjon. Et av spørsmålene i saken var om det var tilrådelig å anbefale denne investeringen når de visst at kundens økonomiske situasjon ville endre seg fra og med pensjoneringen. Til dette ble det uttalt:

«Nemnda kan vanskelig se at investeringen fremsto som fornuftig for klager, tatt i betraktning familiens totale økonomiske situasjon og klagers behov for å sikre sin likviditet som pensjonist.»

Det kan stilles spørsmål ved om dette ikke er vel strengt ettersom investor selv visste at han skulle pensjoneres om to år. Nemda begrunnet dette med at kunden hadde fått informasjon hvor det stod: «Rentene betjenes med det årlige utbyttet fra eiendomsprosjektet, slik at du ikke behøver å legge ut for renteutgifter».

¹⁵⁷ LB-2010-47352.

I et tilfelle som over vil det etter dagens regelverk ha mindre betydning om investor også selv er klar over at hans/hennes økonomiske situasjon vil endre seg. Selv om dette ikke fremgår direkte av ordlyden i vphl. § 10-11 (4) følger det av formålet bak bestemmelsen at verdipapirforetaket ikke skal anbefale instrumenter og tjenester som etter vurderingen ikke egner seg for kunden. Dette må gjelde uavhengig av om kunden selv er klar over at endringene kan medføre at han/hun ikke vil være finansielt i stand til å håndtere risikoen.

Ved vurderingen av om kunden er finansielt i stand til å håndtere risikoen må det være nok at foretaket foretar en forsvarlig vurdering av kundens finansielle stilling. Listen for denne vurderingen må ikke legges så høyt at regelen i realiteten fungerer som en sikkerhetsventil for kunder som vil komme seg ut av en dårlig investering. Det vil være mange usikkerhetsmomenter knyttet til en slik vurdering. Både renten og markedet kan svinge uten at noen kan vite helt sikkert hvilken vei det kommer til å gå. Dette gjør seg spesielt gjeldende ved investeringer over lengre tidsperspektiver. Videre vil mye kunne skje på kundens hånd som vil få innvirkning for inntjeningen og den finansielle situasjonen ellers. Det kan ikke forventes at foretaket skal kunne spå i fremtiden, men det må kunne stilles forventninger til at de legger opp til en viss sikkerhetsmargin ved vurderingen. Hvis kunden akkurat er i stand til å bære kostnadene forbundet med investeringen på investeringstidspunktet vil han/hun være svært følsom overfor endringer på både inntekts- og kostnadssiden. En slik investering vil ikke egne seg for kunden og det vil således være i strid med god forretningsskikk å anbefale den til vedkommende.

For at en investering skal være egnet må kunden også ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen som er forbundet med investeringen eller investeringstjenesten, jfr. vpf. § 10-16 (1) c. Dette har igjen nær sammenheng med kravet i vphl. § 10-11 (2) om at kunden «i rimelig grad» skal settes i stand til å forstå risikoen. En viktig forskjell er imidlertid at vpf. § 10-16 (1) c ikke inneholder begrensningen «i rimelig grad», noe som tilsier at den oppstiller et strengere krav til kundens kunnskap.

Ordlyden i vpf. § 10-16 (1) c, «nødvendig erfaring og¹⁵⁸ kunnskap», kan tyde på at erfaring og kunnskap er to kumulative vilkår. Selv om bruken av og¹⁵⁹ kan trekke i retning av en slik forståelse, trekker formålet bak bestemmelsen i retning av at vilkårene er alternative. Formålet er at kunden skal kunne forstå risikoen. Så lenge kunden faktisk har kunnskap til å forstå risikoen er det ikke nødvendig at han/hun i tillegg har erfaring fra området. Hvis kunden må ha erfaring i tillegg til kunnskap om risikoen ville dette medføre at nye instrumenter og tjenester ikke ville egnet seg for vedkommende. På den andre siden kan det være at kunden har erfaring fra området uten å ha kunnskap til å forstå risikoen. Har ikke kunden kunnskap til å forstå risikoen vil heller ikke en investeringstjeneste eller et finansielt instrument egne seg for vedkommende før den nødvendige kunnskapen er på plass.

I Lognvik-saken hevdet kundene at de ikke hadde fått den informasjonen som krevdes og at de således ikke fullt ut forstod risikoen som var forbundet med investeringen. Lagmannsretten var ikke enig i dette.¹⁶⁰ For faren sin del ble det lagt vekt på at han var utdannet ingeniør, at han hadde vært administrerende direktør for et selskap med 60 ansatte, og at han hadde vært med på å etablere et selskap som ved selskapets slutt hadde en omsetning på 10 millioner kr. For sønnens del ble det vektlagt at han var student ved BI. Lagmannsretten uttalte at de hadde all relevant informasjon tilgjengelig samt at de hadde forutsetningene for å forstå risikoen hvis de satte seg inn i materialet.

Et spørsmål som aktualiseres i denne sammenhengen er om det er nok at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen, eller om kunden faktisk må ha forstått denne risikoen for at en investering skal være egnet for vedkommende.

Ordlyden i vpf. § 10-16 (1) c trekker i retning av den første forståelsen. Kravet som oppstilles er at kunden har nødvendig erfaring og kunnskap «til å forstå» risikoen. Det kan altså ikke utledes noe krav til faktisk kunnskap om risikoen ut fra ordlyden. På den andre siden vil det utvilsomt gi investorene bedre beskyttelse om de faktisk må forstå risikoen før en investering kan sies å være egnet for dem. Det vil imidlertid være en

¹⁵⁸ Min kursivering.

¹⁵⁹ Gjennomføringsdirektivet art. 35 nr. 1 c «necessary experience *and* knowledge» (min kursivering).

¹⁶⁰ LB-2010-47352

tung byrde for verdipapirforetaket om de, i tillegg til informasjonsinnhenting og utdeling, måtte foreta en test av kunden for å forsikre seg om at vedkommende faktisk har forstått risikoen. Har foretaket forsikret seg om at kunden faktisk vil være i stand til å forstå risikoen, og samtidig supplerer kunden med den informasjonen som trengs for at vedkommende skal kunne sette seg inn i den, taler gode grunner for de har overholdt plikten sin for denne delen av egnethetstesten. Det vil heller ikke være noe behov for å verne en kunde som har forutsetningene for å forstå risikoen, men som ikke har tatt seg tid til å sette seg inn i materialet. Samlet sett taler dette for at kravet vil være oppfylt så lenge kunden faktisk har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen. Når dette er sagt er det viktig å minne om at kunden må være finansielt i stand til å håndtere risikoen for at investeringen skal egne seg for vedkommende.¹⁶¹

Et annet interessant spørsmål er hvorvidt komplekse instrumenter, som strukturerte spareprodukter, er for komplekse til at investorer uten noe særlig bakgrunnskunnskap kan forstå risikoen ved dem. I Kredittilsynets rundskriv 4/2008 ble det i punkt 2.2 uttalt: «Kredittilsynet legger til grunn at en ikke-profesjonell kunde normalt ikke vil ha nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen ved sammensatte produkter».¹⁶² Denne uttalelsen har blitt kritisert av Bergo som uttaler:

«Mange av disse produktene har komplekse formler, men konseptet med å bytte bankrente mot en avkastning basert på en aksjeindeksutvikling er enkelt nok. Å si at folk flest er for «dumme» til å forstå risikoen med det er ikke holdbart».¹⁶³

Som Kredittilsynet påpeker er mange av disse produktene svært komplekse og det kan være vanskelig å forstå risikoen som er forbundet med dem. Et eksempel som viser dette er Røeggen-saken hvor de sakkyndige ikke klarte å bli enige om hvordan ulike utregninger skulle utføres samtidig som det ble gjort feil under utregningene. De ulike instrumentene vil allikevel være oppbygd på forskjellige måter hvor noen er enklere å forstå enn andre. Hovedpoenget må allikevel være at kunden har mulighet til å forstå

¹⁶¹ Vpf. § 10-16 (1) a og b.

¹⁶² Kredittilsynet (2008)b s. 4.

¹⁶³ Bergo (2008) s. 161.

risikoen som er forbundet med instrumentet. Hvis kunden har forutsetningen som skal til for å forstå risikoen, vil ikke det at instrumentet er komplekst i seg selv medføre at instrumentet ikke er egnet for kunden.

For helhetens skyld kan det nevnes at hvis en kunde er klassifisert som profesjonell i forhold til forskjellige tjenester og instrumenter, kan foretaket legge til grunn at kunden er i stand til å forstå risikoen i forbindelse med disse, jfr. vpf. 10-7 (2). De kan også legge til grunn at profesjonelle kunder er i stand til å håndtere risikoen. Yter foretaket investeringsrådgivning eller aktiv forvaltning overfor en profesjonell kunde må de allikevel undersøke om transaksjonen er i samsvar med kundens investeringsmål.

Selv om det ikke følger direkte av ordlyden ligger det implisitt et krav til at foretaket må ha kunnskaper om de produktene og tjenestene de selger. Det hjelper lite om foretaket har aldri så mye kunnskap om kunden hvis de ikke innehar kunnskap om de instrumentene eller tjenestene de skal gi vedkommende råd om. Har ikke foretaket kunnskap om instrumentene og tjenestene vil de heller ikke ha noen forutsetninger for å kunne vite hvilke investeringer som egner seg for kunden. I Rt-2000-679 er det uttalt:

«Generelt antar jeg at når det inngås avtale om finansiell rådgivning mellom en bank og en bankkunde, må kunden som alminnelig regel kunne kreve høyt kvalifisert og høyt spesialisert rådgivning».

Uttalelsen ble gitt i forbindelse med rådgivning som hadde sitt utspring i kontrakt, men at kunden må kunne kreve høyt kvalifisert og spesialisert rådgivning vil også ha gyldighet i dag. Dette vil spesielt gjelde ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning hvor selve rådgivningen er et såpass sentralt element.

I TOSLO-2009-88470 ble det uttalt:

«Et produkt kan være svært dårlig. Men hvis dette opplyses klart nok, og noen likevel kjøper, kan avtalen neppe bli ugyldig fordi produktet er så dårlig som opplyst»

For de tilfellene hvor det skal foretas en egnethetstest vil denne uttalelsen neppe være gyldig. Et slikt produkt kan ikke sies å egne seg for kunden, selv om det er opplyst om at det er dårlig på forhånd. Et viktig spørsmål i denne sammenheng er om produktet objektivt sett må være det beste for kunden for at det skal være «egnet». Det fører med seg spørsmålet om det holder at foretaket foretar en test opp mot sine egne produkter og tjenester eller om de også må se hva som ligger ute i markedet ellers. I Kredittilsynets brev til Caveo ASA¹⁶⁴ og Totalvekst ASA¹⁶⁵ ble det av vphl. § 10-11 (4) sammen med § 10-11(1) utledet et krav til at verdipapirforetaket skulle tilby det beste av sammenlignbare produkter. Kredittilsynet hevdet:

«Verdipapirforetaket har derfor en undersøkelsesplikt i forhold til hva som tilbys på markedet, og hvilke produkter som gir de beste betingelser for kunden».

Ordlyden i vphl § 10-11 (1) slår fast at kundens interesser skal ivaretas på beste måte, men hverken ordlyden i vphl. § 10-11 (4), vpf. § 10-16 eller MiFID art. 19 nr. 4 oppstiller noe direkte krav til at produktet må være det som egner seg best for kunden. Spørsmålet blir da om § 10-11 (1) sammen med § 10-11 (4) oppstiller et vilkår om at instrumentet eller tjenesten må være det som er «best» egnet for kunden. Det finnes mange produkter med ulike positive og negative sider og det vil være svært vanskelig for foretaket å overholde et slikt krav. I Finansdepartementets svar på klagen til Totalvekst ble det under vurdering av om foretaket måtte tilby det objektivt sett beste produktet utalt:¹⁶⁶

«Etter departementets vurdering blir dette å trekke foretakets undersøkelses- og rådgivningsplikt for langt. Departementet kan ikke se at det er mulig å avlede en slik absolutt plikt ut fra verdipapirhandellovens krav til «god forretningsskikk», eller at dette er intensjonen i MiFID»

Foretaket hadde etter departementets vurdering en plikt til å foreta sammenligninger slik at de fikk en kvalifisert oppfatning av hva som blir tilbudt på markedet og således

¹⁶⁴ Kredittilsynet (2008)d s. 2-3

¹⁶⁵ Kredittilsynet (2008)e s. 2-3.

¹⁶⁶ Finansdepartementet (2009).

kunne tilby egnede produkter for kunden. Etter departementets syn gikk allikevel ikke plikten lengre enn til en slik vurdering. Ettersom et slikt krav neppe kan leses ut av MiFID eller gjennomføringsdirektivet trekker også sistnevntes art. 4 i retning av en slik forståelse.¹⁶⁷ I Finanstilsynets brev til Spar Kapital ASA virker det som at denne forståelsen er fulgt opp:

«Finanstilsynet forutsetter at verdipapirforetaket vurderer om det aktuelle finansielle instrument er egnet for kunden og i samsvar med kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder en vurdering av det aktuelle finansielle instrument i forhold til investors eventuelle øvrige portefølje.»¹⁶⁸

Det er her ikke lengre oppstilt et krav til at det skal være det produktet som egner seg best. Etter dette kan det ikke kreves at foretaket skal tilby det produktet som objektivt sett er best egnet. Foretaket må imidlertid foreta sammenligninger for å skaffe seg en kvalifisert oppfatning av hva som tilbys på markedet slik at de på bakgrunn av denne vurderingen kan anbefale produkter som er egnet for kunden. Finner foretaket at de ikke har investeringer som egner seg for kunden må de avstå fra å anbefale dem.

¹⁶⁷ Se punkt 2.4.

¹⁶⁸ Finanstilsynet (2011)a.

5 Hensiktsmessighetstest

Etter vphl. § 10-11 (5)¹⁶⁹ skal det ved andre investeringstjenester¹⁷⁰ enn aktiv forvaltning og investeringsrådgivning foretas en hensiktsmessighetstest. Dette reiser spørsmål om hva forskjellen mellom en egnethetstest og en hensiktsmessighetstest er. For å se nærmere på dette må det avgjøres i hvilke tilfeller foretaket er pålagt å utføre en hensiktsmessighetstest. Videre må det foretas en vurdering av hva innholdet i testen er og hvordan den skal utføres.

5.1 I hvilke tilfeller skal hensiktsmessighetstesten utføres?

Av ordlyden følger det at det skal foretas en hensiktsmessighetstest ved yting av andre investeringstjenester enn investeringsrådgivning og aktiv forvaltning. Ved aktiv forvaltning og investeringsrådgivning skal det som nevnt foretas en egnethetstest jfr. vphl. § 10-11 (4). Hva som omfattes av investeringstjenester følger av vphl. § 2-1 (1). Et eksempel på en investeringstjeneste som vil være omfattet er mottak og formidling av en ordre av et strukturert spareprodukt. Bestemmelsen vil ha størst praktisk betydning ved megling og egenhandel mot en kunde.¹⁷¹

5.2 Gjennomføring av hensiktsmessighetstesten

Yter foretaket investeringstjenester som nevnt i vphl. § 2-1 (1) skal de: «søke å innhente opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet», jfr vphl. § 10-11 (5). I motsetning til vphl. § 10-11 (4) hvor foretaket «skal innhente nødvendige opplysninger», er kravet her at foretaket «skal *søke*

¹⁶⁹ Gjennomføring av MiFID art. 19 nr. 5.

¹⁷⁰ Vphl. § 2-1.

¹⁷¹ Bergo (2008) s. 160.

å innhente opplysninger».¹⁷² Ordlyden trekker i retning av at det ikke er en plikt for foretaket å innhente disse opplysningene ved hensiktsmessighetstesten, jfr. «søke å». Noe som trekker i motsatt retning av denne forståelsen er vphl. § 10-11 (5) fjerde punktum som gir retningslinjer for de tilfellene hvor kunden ikke oppgir de «opplysninger som verdipapirforetaket *plikter* å innhente».¹⁷³ Av forarbeidene fremgår det at meningen har vært at bestemmelsen skal skille seg fra vphl § 10-11(4) som pålegger foretaket en mer absolutt plikt til å innhente informasjon.¹⁷⁴ Selv om bestemmelsen ikke pålegger en absolutt plikt innebærer den imidlertid at foretaket må forsøke å innhente opplysningene.¹⁷⁵ Dette støttes også av ordlyden i MiFID art. 19 nr. 5. hvorefter kravet er: «ask the client [...] to provide information». Foretaket vil altså ha oppfylt kravet til informasjonsinnhenting så lenge de har spurt kunden om å oppgi informasjonen.

Det neste spørsmålet blir hva det skal søkes å innhente opplysninger om. Svaret på det finnes i vphl. § 10-11 (5) som slår fast at dette er opplysninger om kundens kunnskap og erfaringer fra det aktuelle investeringsområdet. Nærmere hvilke opplysninger som skal innhentes for å skaffe seg et bilde av kundens kunnskap og erfaringer følger av vpf. § 10-18.¹⁷⁶

Disse opplysningene skal sette foretaket i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller investeringsproduktet er hensiktsmessig¹⁷⁷ for kunden, jfr. vphl. § 10-11 (5). Hva som ligger i at en investeringstjeneste eller produkt er hensiktsmessig for kunden er uttømmende regulert i vpf. § 10-17. Etter denne bestemmelsen må foretaket ta stilling til om kunden har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen forbundet med det etterspurte eller tilbudte produktet/ investeringstjenesten.¹⁷⁸ I motsetning til egnethetstesten vil det ikke være noen plikt til å

¹⁷² Min kursivering.

¹⁷³ Min kursivering.

¹⁷⁴ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 106, 437.

¹⁷⁵ Bergo(2008) s. 160.

¹⁷⁶ For en nærmere gjennomgang av vpf. § 10-18, se avsnitt 4.2.1

¹⁷⁷ «Appropriate», jfr. MiFID art. 19 nr. 5

¹⁷⁸ Samme krav som vpf. § 10-16 (1) c oppstiller for egnethetstesten.

undersøke om kunden er i stand til å håndtere risikoen ved investeringen eller om den er i samsvar med kundens investeringsmål.¹⁷⁹ Finner foretaket etter vurderingen at kunden ikke har den nødvendige kunnskap eller erfaring til å forstå risikoen følger det av vphl. § 10-11 (5) at kunden skal advares om dette. Til forskjell fra egnethetstesten er det altså ikke i et slikt tilfelle noe forbud mot å formidle en ordre av et finansielt instrument, det holder at kunden gis en advarsel.

Over er det gjort rede for at foretaket bare skal søke å innhente opplysninger. Et spørsmål i denne sammenhengen er hva foretaket skal gjøre hvis de har forsøkt å innhente opplysningene uten å oppnå resultater. Etter vphl. § 10-11 (5) skal foretaket advare kunden om at ufullstendige opplysninger og mangel på informasjon gjør det umulig for foretaket å vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden. Her viser en annen forskjell seg fra egnethetstesten. For egnethetstestens del følger det av vpf. § 10-16 (4) at foretaket ikke skal yte aktiv forvaltning eller investeringsrådgivning til kunden om de har for dårlig informasjonsgrunnlag til å foreta testen.

For oversiktens skyld kan det nevnes at verdipapirforetaket kan legge til grunn at profesjonelle kunder har nødvendig erfaring og kunnskap til å forstå risikoen relatert til de investeringstjenester, transaksjoner eller produkter kunden er klassifisert som profesjonell i forhold til, jfr. vpf. § 10-7 (3). Videre følger det av vpf. § 10-7 (4) b at vpf. § 10-17 og § 10-18 ikke gjelder for kvalifiserte motparter. Dette innebærer i realiteten at det ikke er nødvendig å foreta en hensiktsmessighetstest for disse tilfellene.

5.3 Unntak fra hensiktsmessighetstesten

For verdipapirforetak som yter investeringstjenester bestående utelukkende av mottak, formidling og utførelse av ordre er det i vphl. § 10-11 (6) gjort unntak for hensiktsmessighetstesten forutsatt at følgende vilkår er oppfylt:

Det første vilkåret er:

¹⁷⁹ Se punkt 4.2.2.

«Tjenesten må gjelde aksjer opptatt til handel på et regulert marked eller et tilsvarende marked i annet land, pengemarkedsinstrumenter, obligasjoner eller andre gjeldsinstrumenter uten derivatelementer, UCITS eller andre ikke komplekse finansielle instrumenter».¹⁸⁰

Dette omfatter blant annet det meste av handelen med aksjer samt obligasjoner, men derimot ikke derivater.¹⁸¹ At det ikke er gjort unntak for derivater medfører at det i forbindelse med mottak og formidling av ordre av strukturerte spareprodukter må foretas en hensiktsmessighetstest. Vilåårene som må være oppfylt for at instrumenter skal falle inn under kategorien ikke-komplekse fremgår av vpf. § 10-19.

Det andre vilkåret er at tjenesten ytes på kundens initiativ, jfr. vphl. § 10-11 (6) nr. 2. Henvender foretaket som seg til kunden vil det altså måtte foretas en hensiktsmessighetstest selv om henvendelsen gjelder et ikke komplekst instrument.

Det siste vilkåret er at kunden klart må underrettes om at foretaket ikke har noen plikt til å foreta en hensiktsmessighetstest, og at den investorbeskyttelse denne plikten medfører ikke lengre er til stede, jfr. vphl. § 10-11 (6) nr. 3.

Sammenlignes hensiktsmessighetstesten med egnethetstesten fremgår det at sistnevnte er mer omfattende. Grunnen til at denne er mer omfattende er at investeringsrådgivning og aktiv forvaltning i større grad enn andre investeringstjenester skal være spesialtilpasset den enkelte kunde.¹⁸² Ved investeringsrådgivning og aktiv forvaltning kommer kunden nettopp for å få råd og hjelp til å foreta investeringer som passer dem slik at rådgivningselementet vil stå helt sentralt. Ved disse tjenestene vil det derfor være et stort behov for at det foretas en grundig undersøkelse av kunden og hvilke tjenester /produkter som passer for vedkommende. Dette behovet vil ikke være like stort for investeringstjenestene det skal foretas en hensiktsmessighetstest ved. Ettersom risikoen er en såpass viktig side ved en investering vil det også for disse tilfellene være viktig for kunden at vedkommende har forutsetningene til å forstå risikoen. Dette hensynet vil

¹⁸⁰ Vphl. § 10-11 (6) nr. 1.

¹⁸¹ Bergo (2008) s. 161.

¹⁸² Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 160, Bergo (2008) s. 160.

være ivaretatt gjennom vurderingen av om tjenesten eller produktet er hensiktsmessig for kunden.

6 Avsluttende kommentarer

Som det fremgår av oppgaven har standarden for god forretningsskikk i økende grad blitt presisert og mer detaljert utformet. Dette har ført til en økt beskyttelse for investorene samtidig som det har medført en større arbeidsmengde for foretakenes del. Den økte arbeidsmengden fører til økte utgifter som må dekkes inn. Dette kan som nevnt føre til at kostnadene vil bli lempet over på kunden ved at foretakene må beregne høyere marginer og ellers øke kostnadene ved produktene. Det kan også føre til at det blir færre tilbud på markedet ved at visse foretak ikke ser seg tjent med å tilby investeringstjenester til ikke-profesjonelle kunder. At regelverket har blitt mer detaljert utformet har på den andre siden ført til en økt forutberegnelighet for foretakene ved at de har et mer presist regelverk å forholde seg til. Det nylige varselet om tilbakekall av konsesjonene til Acta Asset Management Terra Markets AS sine konsesjoner viser allikevel at det fortsatt er foretak som ikke klarer å innrette seg etter lovens krav.¹⁸³

Den 20. oktober 2011 la Europa-kommisjonen frem et forslag med endringer i MiFID. Forslaget er sendt til Europa-parlamentet og Rådet for behandling. En av grunnene til forslaget er at investorbeskyttelsen, etter deres mening, fortsatt ikke var god nok:

«There are a number of provisions in the current MiFID which result in investors not benefiting from sufficient or appropriate levels of protection. The consequences are that investors may be mis-sold financial products which are not appropriate for them, or may make investment choices which are sub-optimal.»¹⁸⁴

Det er fremmet flere forslag til endringer, og en av disse er å gjøre listen for ikke-komplekse finansielle instrumenter mer spesifisert slik at det vil bli færre unntak fra å utføre hensiktsmessighetstesten, jfr. vphl. § 10-11 (5), jfr. § 10-11 (6) nr. 1. Videre er

¹⁸³ Finanstilsynet (2012)a og b

¹⁸⁴ SEC(2011) 1227 final.

det gitt forslag om at foretakene pålegges en plikt til å informere om de vil foreta en løpende vurdering av om investeringen er egnet eller ikke.¹⁸⁵ Forslaget er i skrivende stund ikke ferdigbehandlet. Det vil bli spennende å se hvilke endringer som til slutt vil bli gjennomført blir samt hvilke virkninger det vil få for dagens regulering av god forretningsskikk. En annen interessant side ved endringene er hvilke følger de vil få for verdipapirforetakene og på hvilken måte de vil innrette seg etter de nye reglene. Uansett er det positivt å se at regelverket blir fulgt opp ved at det tas tak i områder hvor det fortsatt kan være et forbedringspotensial.

¹⁸⁵ Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS (2012).

7 Kildehenvisninger

7.1 Litteratur

Tyrhaug, Sverre og Mydske, Tore. *Gjennomføring av MiFID I norsk rett – oversikt og bakgrunn*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Nr. 3/2008 årgang 14, S. 153-182.

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo 2008

Bøe, Geir Magne. *SNF-rapport nr. 19/7. Analyse av strukturerede spareprodukter. Et kinderegg for banknæringen?* Bergen 2007.

Hveem, Dag Jørgen. *Røeggen-saken. Moderne forretningsjus II*. Bergen 2011.

Hyder, Knut-A. *Verdipapirforetakets informasjons- og rådgivningsplikt etter verdipapirhandelloven § 10-11 om god forretningsskikk*. I Tidsskrift for forretningsjus 2008-3.

Koekebakker, Steen og Zakamouline Valerie. *Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner*. I Praktisk økonomi og finans 04/2006.

Myklebust, Trude. *Innføring i finansmarkedsrett*. Oslo, 2011

Stoimenov P. og Wilkens S. *Are structured products fairly priced? An analysis of the German market for equity – linked instruments*, Journal of Banking & Finance 29, 2005

Verdipapirhandelloven, Kommentarutgave. Tor Bechmann ... [et al.]. Oslo, 2002.

7.2 Rundskriv, undersøkelser og forvaltningspraksis

Kredittilsynet [a]: *Undersøkelse av sammensatte produkter*. 2. januar 2008
www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Sammensatte_produkter.pdf [sitert 27. januar 2012]

Kredittilsynet [b]. *Rundskriv 4/2008. Sammensatte produkter – endringer i forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*. 12. februar 2008
<http://www.finanstilsynet.no/en/Document-repository/Circulars/2008/Q1/Sammensatte-produkter--endringer-i-forskrift-om-opplysningsplikt-ved-tilbud-om-kjop-av-sammensatte-produkter/> [sitert 31.mars 2012]

Kredittilsynet [c]. *Kredittilsynets brev til Glitnir Privatøkonomi AS*. 10.april 2008.
http://www.finanstilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Glitn059.pdf [sitert 2. april 2012]

Kredittilsynet [d]. *Kredittilsynets brev til Caveo ASA*. 24.juni 2008.
http://www.finanstilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Caveo067.pdf [sitert 2. april 2012]

Kredittilsynet [e]. *Kredittilsynets brev til Totalvekst ASA*. 24. juni 2008.
http://www.finanstilsynet.no/archive/markedsavd_pdf/01/05/Total065.pdf [sitert 2. april 2012]

Finansdepartementet. *Avslag på klage fra Totalvekst (nå Josef K)*. 19. januar 2009.
<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/konsesjoner/finansdepartementet-har-avslatt-klage-fr.html?id=542927> [sitert 2. april 2012]

Finansklagenemda. *Årsberetning 2010*. Oslo 2010
http://www.finkn.no/assets/FinKN_Aarsberetn_2010.pdf [sitert 7. februar 2012]

Finanstilsynet [a]. *Brev til Spar Kapital ASA, tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester*. 11. mars 2011.

<http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2011/Tilbakekall-av-tillatelse-til-a-yte-investeringstjenester/> [sitert 19. mars 2012]

Finanstilsynet [b]. *Brev til Agilis Group AS, tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester*. 23. mars 2011.

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Brev_vedlegg/2011/Agilis_Group_Tilbakekall_av_tillatelser.pdf [sitert 13. april 2012]

Finanstilsynet [c]. *Finanstilsynets pressemelding 46/2011, Undersøkelse av verdipapirforetakenes salg av spareprodukter*. Oslo 15. desember 2011.

http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Pressemeldinger/2011/4_kvartal/Undersokelse-av-verdipapirforetakenes-salg-av-spareprodukter/ [sitert 9. februar 2012]

Finansdepartementet. *Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester - Agilis Group AS*. 11. november 2011.

<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/andre/brev/utvalgte-brev/2011/brev-1-november-2011-til-advokatfirmaet-.html?id=661848> [sitert 13. april 2012]

Forbrukerrådet. *Forbrukerrådets undersøkelse av finansielle rådgivningstjenester*. Februar 2012.

http://forbrukerportalen.no/filearchive/forbrukerraadets_undersokelse_av_finansielle_raadgivningstjenester_2011_-_offisiell_versjon_010212.pdf [sitert 8. februar 2012]

Finanstilsynet [a]. *Acta Asset Management AS, Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester*. 12. april 2012.

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Pressemeldinger_vedlegg/2012/2_kvartal/TerraMarkets_tilbakekall.pdf [sitert 13. april 2012]

Finanstilsynet [b]. *Terra Markets AS, Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester*. 12. april 2012.

http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Pressemeldinger_vedlegg/2012/2_kvartal/TerraMarkets_tilbakekall.pdf [sitert 13. april 2012]

7.3 Lover

Lov 31.05.1918 nr. 4, *Lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer.*

Lov 14.06.1985 nr. 61, *Lov om verdipapirhandel.*

Lov 13.05.1988 nr. 27, *Lov om kjøp.*

Lov 19.06.1997 nr. 79, *Lov om verdipapirhandel.*

Lov 29.06.2007 nr. 75, *Lov om verdipapirhandel.*

Lov 25.06.1999 nr. 46, *Lov om finansavtaler og finansoppdrag.*

7.4 Rettspraksis

TOSLO-2009-88470

RG-2004-1464

RG-2008-1362

LB-2010-176553

LB-2010-47352

LF-2010-16348

Rt-1915-265

Rt-1984-248

Rt-2000-679

Rt-2003-400

Rt-2012-355

7.5 Avgjørelser fra Bankklagenemda/Finansklagenemda

BKN-2009-1

BKN-2009-56

BKN-2010-189

FINKN-2011-411

FINKN-2011-576

7.6 Forarbeider

NOU 1995:1

NOU 1996:2

NOU 2006:3

Ot.prp.nr.34 (2006-2007)

Innst.O.nr.14 (1992-1993)

7.7 Forskrifter

FOR-2006-09-25 nr.1317, *Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter.*

FOR-2007-06-29 nr. 876, *Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften).*

7.8 Direktiver

Direktiv 93/22/EF, Investment Services Directive

Direktiv 2004/39/EF, Markets in Financial instruments directive (MiFID)

Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF, Gjennomføringsdirektivet

7.9 Nettdokumenter

Statistisk sentralbyrå. *Nedgang i garantert sparing*. 7. desember 2007

<http://www.ssb.no/vis/emner/10/13/10/orbofbm/arkiv/art-2007-12-07-01.html> [sitert 27. januar 2012]

Statistisk sentralbyrå. *Kraftig fall i garantert sparing*. 8. mai 2009

<http://www.ssb.no/orbofbm/arkiv/art-2009-05-08-01.html> [sitert 27. januar 2012]

SEC(2011) 1227 final. Brüssel, 20. Oktober 2011.

<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=SEC:2011:1227:FIN:EN:PDF>
[sitert 21. april 2012]

SN 150/1/98 REV 1, *Cardiff European Council 15 and 16 June 1998 Presidency Conclusions*

http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/54315.pdf
[sitert 13. februar 2012]

Wiersholm, Mellbye & Bech, advokatfirma AS: *Nyhetsbrev – Forslag til endringer i verdipapirmarkedsdirektivet ("MiFID II")*. Oslo 2012.

http://www.wiersholm.no/publikasjoner/Pages/Endringeriverdipapirmarkedsdirektivet_06_01_2012.aspx [sitert 21. april 2012]